

**Universidade Federal de Santa Catarina UFSC  
Curso de Ciências Contábeis**

**Maiara Camargo da Cruz**

**Efeito da privatização na estrutura de capital e de resultado das empresas do  
setor de distribuição de energia elétrica no Brasil**

**Florianópolis – SC  
2011**

**Maiara Camargo da Cruz**

**Efeito da privatização na estrutura de capital e de resultado das empresas do  
setor de distribuição de energia elétrica no Brasil**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientador:** Darci Schnorrenberger, Dr.

**Florianópolis - SC  
2011**

## Folha de aprovação

“O sucesso é ir de fracasso em fracasso sem perder entusiasmo”.

Winston Churchill

## RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste em analisar o efeito da privatização na estrutura de capital e resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil. A trajetória metodológica inicia com uma revisão da literatura, onde se aborda o setor elétrico brasileiro, privatizações do setor elétrico brasileiro, demonstrações contábeis e análise de indicadores econômico-financeiros. O presente estudo é classificado como explicativo, possui abordagem qualitativa e adota como procedimento técnico a análise documental. A pesquisa é realizada com base em dados secundários e pode ser considerada como um estudo multicase. Como principais resultados obteve-se o cálculo dos índices de Estrutura de Capital e Resultados da amostra de empresas; a comparação dos índices e a visualização do desempenho das empresas antes e depois da privatização; e a verificação de que tais indicadores melhoraram após a privatização. No final conclui-se que as empresas responderam de maneira satisfatória à privatização quanto ao âmbito econômico e financeiro, no tocante da estrutura de capital e de resultados.

Palavras-chave: Privatização. Empresas de Distribuição de Energia Elétrica. Análise de Demonstrações Contábeis.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio.....	45
Gráfico 2:	Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio com exclusão da CEMAR E CEMAT ..	46
Gráfico 3:	Composição do Endividamento.....	47
Gráfico 4:	Endividamento Geral.....	50
Gráfico 5:	Imobilização do Capital Próprio.....	52
Gráfico 6:	Imobilização do Capital Próprio, omitidos os índices da CEMAR e CEMAT .....	54
Gráfico 7:	Imobilização dos Recursos Permanentes.....	56
Gráfico 8:	Análise geral dos índices de Estrutura de Capital.....	59
Gráfico 9:	Margem Bruta.....	61
Gráfico 10:	Margem Operacional.....	63
Gráfico 11:	Margem Líquida.....	66
Gráfico 12:	Retorno sobre o Investimento Total.....	68
Gráfico 13:	Rentabilidade do Capital Próprio.....	70
Gráfico 14:	Análise geral dos índices de Resultados .....	74
Gráfico 15:	Análise conjunta dos índices de Estrutura de Capital e de Resultados.....	76

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Concessionárias distribuidoras excluídas da pesquisa.....	16
Quadro 2:	Amostra das empresas.....	16
Quadro 3:	Modelo de Balanço Patrimonial Padronizado.....	18
Quadro 4:	Demonstração do Resultado do Exercício Padronizada.....	18
Quadro 5:	Índices de Estrutura de Capital utilizados no trabalho.....	19
Quadro 6:	Índices de Resultados utilizados no trabalho.....	20
Quadro 7:	Balanço Patrimonial segundo a Lei nº 6.404/76.....	32
Quadro 8:	Balanço Patrimonial alterado pela Lei nº 11.638/08 e MP nº 449/08.....	32
Quadro 9:	Demonstração do Resultado do Exercício baseado na Lei nº 6404/76.....	35
Quadro 10:	Demonstração do Resultado do Exercício alterada pela MP nº 449/08.....	35
Quadro 11:	Índices de Estrutura de Capital.....	39
Quadro 12:	Índices de Resultados.....	41

## LISTA DE TABELAS

Tabela - 1	Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio.....	45
Tabela - 2	Composição do Endividamento .....	48
Tabela - 3	Endividamento Geral.....	51
Tabela - 4	Imobilização do Capital Próprio .....	53
Tabela - 5	Imobilização dos Recursos Permanentes .....	55
Tabela - 6	Análise dos Índices de Estrutura de Capital.....	58
Tabela - 7	Margem Bruta .....	62
Tabela - 8	Margem operacional.....	64
Tabela - 9	Margem Líquida .....	65
Tabela - 10	Retorno sobre o Investimento Total .....	67
Tabela - 11	Rentabilidade do Capital Próprio .....	70
Tabela - 12	Análise dos Índices de Rentabilidade .....	72



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>9</b>
1.1	TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	10
1.2	OBJETIVO	11
1.2.1	Objetivo Geral	11
1.2.2	Objetivos Específicos	11
1.3	JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	12
1.4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	13
1.4.1	Enquadramento Metodológico	14
1.4.2	Amostra da Pesquisa	15
1.4.3	Técnica de Coleta e Análise de Dados	17
1.5	DELIMITAÇÕES DA PESQUISA	21
1.6	ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA	22
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>23</b>
2.1	SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO	23
2.1.1	Surgimento da Energia Elétrica no Brasil	23
2.1.2	Regulamentação do Setor Elétrico Brasileiro	25
2.2	PRIVATIZAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO	28
2.3	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	29
2.3.1	Balanco Patrimonial	31
2.3.2	Demonstração do Resultado do Exercício	34
2.4	ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS	36
2.4.1	Índices de Estrutura de Capital	38
2.4.2	Índices de Resultados	40
<b>3</b>	<b>ANÁLISE DOS ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL E DE RESULTADOS</b>	<b>44</b>
3.1	ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL	44
3.1.1	Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio	44
3.1.2	Composição do Endividamento	47
3.1.3	Endividamento Geral	49
3.1.4	Imobilização do Capital Próprio	52
3.1.5	Imobilização dos Recursos Permanentes	55
3.1.6	Análise Global dos Índices de Estrutura de Capital	57
3.2	ÍNDICES DE RESULTADOS	60
3.2.1	Margem Bruta	60
3.2.2	Margem Operacional	63
3.2.3	Margem Líquida	65
3.2.4	Retorno sobre o Investimento Total	67
3.2.5	Rentabilidade do Capital Próprio	69
3.2.6	Análise Global dos Índices de Resultados	71
3.2.7	Análise conjunta dos Índices de Estrutura de Capital e Índices de Resultados	74
<b>4</b>	<b>CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS</b>	<b>77</b>

<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>79</b>
<b>APÊNDICE .....</b>	<b>83</b>
<b>APÊNDICE A – BALANÇO PATRIMONIAL PADRONIZADO DE CADA EMPRESA DA AMOSTRA.....</b>	<b>83</b>
<b>APÊNDICE B - DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO PADRONIZADA DE CADA EMPRESA DA</b>	
<b>AMOSTRA .....</b>	<b>92</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O final da década de 90 representa o período mais significativo no processo de desestatização brasileiro, tanto em relação ao total arrecadado pelos governos federal e estadual, como em relação à quantidade de empresas privatizadas. Esse processo de desestatização abrangeu cinco setores, entre eles o setor elétrico.

O Estado justificava o início da privatização dos serviços de energia elétrica no Brasil com o argumento da insuficiência de recursos para investimento em tal setor, impondo-se a necessidade de atrair capital privado para suprir tais deficiências. Também se argumenta que o Estado era ineficiente ao exercer atividade de natureza econômica e por ser um serviço essencial era preciso prestá-lo com qualidade e a preços módicos, garantindo a participação do cidadão brasileiro no processo regulatório (FERREIRA, 2009).

Para Figueiredo (1999) as transformações no setor de energia elétrica advindas da privatização, em suma, já são determinantes para a alteração das estratégias dos gestores à frente das empresas que integram este setor. Contudo, a entrada de novas empresas no mercado brasileiro deixou a configuração da indústria de energia elétrica no Brasil muito mais complexa que a anterior. Segundo Ferreira (2009) o maior desafio a ser enfrentado pelo setor elétrico é o estabelecimento de uma boa trajetória operacional e administrativa.

Descobrir se tais empresas conseguiram se adequar a uma gestão satisfatória após a privatização instiga a curiosidade de muitos que presenciaram o desenrolar das privatizações. E para tanto o presente trabalho busca descobrir se as empresas brasileiras do setor distribuição de energia elétrica que sofreram privatização no período de 1995-2000 obtiveram melhores resultados, e conseguiram mantê-los, ao passar para gestão privada. A intenção é analisar a evolução dos índices de estrutura de capital e de resultados das empresas integrantes da amostra.

Neste contexto, as próximas seções apresentam detalhadamente o tema e problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, a justificativa para tal escolha, os procedimentos metodológicos a serem seguidos, e por fim as delimitações e a organização do trabalho.

## 1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

No período 1995-2000 se inicia no Brasil a chamada Reforma do Estado, uma transição efetiva do modelo do Estado brasileiro de público burocrático para público gerencial. Através da Reforma do Estado e de leis subsequentes o governo estabelece alicerces sobre os quais concederia a terceiros a exploração de serviços públicos. Nesse contexto é desencadeado um processo de privatização que abrange cinco setores, entre eles o setor elétrico, sob o argumento de trazer maior eficiência para a gestão de tais negócios (BÉRZIN, 2004).

O processo de privatização divide opiniões, sendo que a maioria dos defensores se apoia na ideia dela gerar uma maior eficiência devido à transferência da gestão pública para privada. O que é lembrado por Biondi (2003, p. 12) ao comentar que “apareceu sempre à promessa de que elas trariam preços mais baixos para o consumidor, ‘graças à maior eficiência das empresas privadas’”. Consoante, Paul (2006, p. 1) cita que “talvez o principal argumento a favor das privatizações seja o benefício que geram em termos de eficiência da economia”. Tem-se uma crença de que o melhor seja o privado em detrimento do estatal, pois estas estão sujeitas aos interesses políticos.

E por apresentar possibilidades de lucro maiores que as observadas em outros segmentos, o setor elétrico brasileiro é um dos que mais concentrou investimentos estrangeiros (BÉRZIN, 2004). Conforme a Agência Nacional de Energia Elétrica (2010) foram desestatizadas 20 empresas distribuidoras de energia. De acordo com Bérzin (2004, p. 14) “15 delas contaram com a participação de investimentos estrangeiros diretos em seu leilão, totalizando US\$ 10.501,2 milhões ou 49,06% do resultado total agregado”. Sendo que 12 destas empresas passaram a ser controladas por companhias estrangeiras.

Ao se privatizar tal setor, acreditou-se que haveria uma melhora na gestão e, conseqüentemente, um maior desenvolvimento. Mas não há muita informação concreta provando se houve um real aprimoramento dos resultados das empresas privatizadas do setor elétrico brasileiro, e se esses resultados se mantiveram ao longo dos anos.

Por intermédio da análise dos índices econômico-financeiros das empresas distribuidoras de energia elétrica brasileira que sofreram privatização, no presente

trabalho, serão analisados indicadores antes e após a privatização. Com base nas informações obtidas poderá ser comprovado se tais empresas tiveram uma melhora nos resultados e na estrutura de capital, e se essa condição se manteve ao longo dos anos.

Sendo assim, pergunta-se:

**Qual o efeito da privatização na estrutura de capital e de resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil?**

## 1.2 OBJETIVO

### 1.2.1 Objetivo Geral

Verificar o efeito da privatização na estrutura de capital e resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar os índices econômico-financeiros das empresas.
- Analisar comparativamente o desempenho dos índices antes e depois da privatização.
- Verificar com base nos indicadores identificados, como a estrutura de capital e de resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica se portou no período de 1995 a 2009, frente à privatização.

### 1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

Este trabalho justifica-se no momento em que busca esclarecer se a gestão privada realmente trouxe melhores resultados financeiros para as empresas do setor de distribuição de energia elétrica que sofreram privatização no Brasil.

A eficiência está presente entre os objetivos da Reforma do Estado. Fica claro no Plano Diretor da Reforma do Estado, elaborado em 1995, que reformar o Estado significa melhorar não apenas a organização e o pessoal do Estado, mas também suas finanças e todo o seu sistema institucional-legal. Tudo isso de forma a permitir que o mesmo tenha uma relação harmoniosa e positiva com a sociedade civil. Nesse contexto a Reforma do Estado permitiria ao seu núcleo estratégico tomar decisões mais corretas e efetivas, e que seus serviços - tanto os exclusivos, quanto os competitivos, que estariam apenas indiretamente subordinados na medida em que se transformassem em organizações públicas não estatais – operassem muito eficientemente (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2009).

Em se tratando do setor elétrico, a reforma e a introdução da concorrência sugerida pelo governo consistem numa tentativa de redefinição completa do papel do Estado na área. Este papel é formado por três funções: regulamentar a operação do monopólio; definir e encaminhar políticas de interesse comum; e funcionar como proprietária das empresas públicas.

Essa mudança do papel do Estado levando ao início da privatização dos serviços de energia elétrica no Brasil tem como principal argumento a insuficiência de recursos para investimento, causada pela crise do setor público, impondo-se a necessidade de atrair capital privado para suprir tais deficiências. Também se argumenta que o Estado era ineficiente ao exercer atividade de natureza econômica e por ser um serviço essencial era preciso prestá-lo com qualidade e a preços módicos, garantindo a participação do cidadão brasileiro no processo regulatório (FERREIRA, 2009).

A reforma do setor elétrico tem como objetivo criar um mercado livre utilizando-se de incentivos à eficiência, e limitar ao mínimo a intervenção governamental, além de reduzir os custos e os impactos ambientais incorridos na produção de energia elétrica. Essa mudança deveria conduzir à separação da função controle da regulação da função execução de políticas públicas, com a destinação da primeira a

uma autoridade autônoma dotada da autoridade de legislar e controlar seguintes entidades criadas, com o intuito de permitir e facilitar o funcionamento da concorrência (GOLDENBERG E PRADO, 2009).

A mudança no cenário do setor elétrico brasileiro causado por essa inversão de papéis do Estado abre um imenso leque de temas para pesquisas. Alguns destes já investigados, mas ainda há muito que ser explorado, principalmente quanto às análises que se iniciam antes da privatização até os dias atuais, e não apenas dos primeiros anos após a privatização.

A escolha do trabalho também se justifica por sua relevância para a formação profissional do contador, pois é essencial que este saiba analisar demonstrações contábeis, identificar mudanças causadas nelas por decisões tomadas, e projetar o futuro de uma empresa com base nessas informações.

#### 1.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção aborda a trajetória metodológica utilizada para a condução do presente trabalho, com o intuito de proporcionar melhor compreensão de sua realização e, por consequência, de seus resultados.

Inicialmente, busca-se construir uma problemática para a questão da privatização das distribuidoras de energia elétrica brasileiras e as possíveis mudanças na gestão de recursos envolvidos nos indicadores de estrutura de capital e de resultados. Em seguida, definem-se os pressupostos para se alcançar a resposta para a problemática. Então, realiza-se uma revisão da literatura relacionada ao tema, a fim de oferecer informações que criassem um suporte apenas aos assuntos relevantes. Para tanto, a revisão literária compreende: o setor elétrico brasileiro; privatizações do setor elétrico brasileiro; demonstrações contábeis; e análise de indicadores econômico-financeiros.

Prosseguindo o trabalho, calculam-se os índices de Estrutura de Capital e de Resultados das empresas em estudo. Depois de calculados, são analisados individualmente os índices de Estrutura de capital e de Resultados das empresas pertencentes à amostra em estudo. Então, é realizada uma análise geral de cada grupo de índices e, por fim, uma análise global dos dois grupos, estrutura de capital

e resultados. Finalizando, são apresentadas as conclusões do estudo e as recomendações para pesquisas futuras que possam complementar os resultados alcançados neste trabalho.

Os assuntos citados acima são mais bem explicitados nas divisões desta seção, são elas: Enquadramento Metodológico; Amostra da Pesquisa; e a Coleta e Análise dos Dados.

#### **1.4.1 Enquadramento Metodológico**

Esta seção traz o enquadramento metodológico deste trabalho, explicando qual sua abordagem, seus objetivos e os procedimentos técnicos utilizados.

Conforme Gil (1999) a pesquisa tem um caráter objetivo e prático, constituído de um processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O intuito essencial da pesquisa é descobrir respostas para problemas com o auxílio de procedimentos científicos. Portanto, a pesquisa é posta em prática quando há um problema e não se tem informações para suficientes solucioná-lo. As pesquisas podem ser classificadas de várias formas.

O presente trabalho pode ser classificado como explicativo, pois segundo Gil (1991) visa aprofundar o conhecimento da realidade, a explicação dos porquês, através identificação dos fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Neste sentido, o estudo busca identificar por meio da análise dos índices de estrutura de capital e de rentabilidade, o efeito que a privatização gerou nas empresas de distribuição de energia elétrica.

A abordagem utilizada será a quantitativa, o que significa traduzir em números informações para classificá-las e analisá-las. Para Richardson (1989) esta abordagem de pesquisa é caracterizada pela utilização de quantificações a contar da coleta de informações até a análise final por meio de técnicas estatísticas, sem depender da complexidade. Tais meios são empregados neste trabalho, visto que a coleta de informações se dá por meio de valores trazidos pelos demonstrativos contábeis e a análise é realizada com auxílio de percentuais calculados sobre os índices.



Quanto aos procedimentos técnicos, será do tipo documental, pois conforme Martins (2004, p. 86) “é aquela realizada a partir da consulta de documentos e registros que confirmam determinado fato, ou seja, de documentos considerados cientificamente autênticos”. Para Gil (1991) a pesquisa do tipo documental é elaborada a partir de material que não recebeu tratamento analítico. Conforme Richardson (1989) o método histórico é o processo mais conhecido de análise documental e consiste em estudar os documentos com o intuito de investigar os fatos sociais e suas relações com o tempo sócio cultural-cronológico. No caso deste trabalho, são empregadas as demonstrações contábeis publicadas na BM&FBOVESPA, a fim de garantir a integridade das informações. E o período de tempo em que são analisadas tais publicações é de quinze anos para apresentar por meio da análise temporal contrapontos entre o período em que as empresas eram estatais com o período em que agora são privatizadas.

Também pode ser classificada como estudo multicase. Este conforme Schramm apud Yin (2005, p. 31) “tenta esclarecer uma decisão ou um conjunto de decisões: o motivo pela qual foram tomadas, como foram implementados e com quais resultados”.

Os métodos considerados mais apropriados para este trabalho são o comparativo e o interpretativo. Pelo método comparativo se dará uma investigação de fenômenos e/ou fatos ligados às empresas em questão com o intento de ressaltar diferenças e similaridades dos mesmos (GIL, 1999, p. 34). Os índices calculados serão comparados a fim de verificar semelhanças ou divergências da amostra. O método interpretativo desenvolve empatia pelos dados coletados a fim de entender o que eles revelam para a realidade estudada (ROESCH, 2005, p. 252). Ou seja, por meio dos índices calculados serão construídas interpretações que sejam fiéis à realidade e culminem na resposta ao problema proposto.

#### **1.4.2 Amostra da Pesquisa**

A população do presente estudo é formada pelas empresas brasileiras do setor distribuição de energia elétrica que foram privatizadas no período de 1995-2000 através do Programa Nacional de Desestatização e das privatizações a nível

estadual. Conforme Agência Nacional de Energia Elétrica (2010), tal população era formada por 20 distribuidoras de energia elétrica.

As 20 empresas em questão possuem suas demonstrações contábeis publicadas na BM&FBOVESPA. Para se conseguir resultados mais consistentes no estudo em questão se considera imprescindível que as empresas apresentem publicadas as demonstrações contábeis de no mínimo 2 anos anteriores às suas respectivas privatizações. Visto que para se alcançar o objetivo de verificar o efeito da privatização é necessário conhecer o comportamento de tais empresas antes de tal fato. Partindo-se desta prerrogativa foram excluídas 11 empresas do estudo (QUADRO 1).

Concessionárias distribuidoras	Abreviação	Ano da privatização	Demonstrações Contábeis na BM&FBOVESPA
AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia	AES SUL	1997	1997-2009
Bandeirante Energia	BANDEIRANTE	1998	1998-2009
Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro	CERJ	1996	1996-2009
Companhia Energética da Borborema	CELB	1999	1999-2009
Companhia Paulista de Força e Luz	CPFL	1997	1998-2009
Elektro Eletricidade e Serviços	ELEKTRO	1998	1998-2009
Empresa Energética de Sergipe	ENERGIPE	1997	1998-2009
Espírito Santo Centrais Elétricas	ESCELSA	1995	1997-2009
Light Serviços de Eletricidade	LIGHT	1996	1995-2009
Rio Grande Energia	RGE	1997	1997-2009
S/A de Eletrificação da Paraíba	SAELPA	2000	1999-2009

Quadro 1: Concessionárias distribuidoras excluídas da pesquisa

Chega-se então, a uma amostra de 9 distribuidoras de energia que atendem ao requisito de ter publicadas as demonstrações contábeis de no mínimo 2 anos anteriores às suas respectivas privatizações (QUADRO 2).

Concessionárias distribuidoras	Abreviação	Ano da privatização	Demonstrações Contábeis na BM&FBOVESPA
Centrais Elétricas do Pará S/A	CELPA	1998	1995-2009
Companhia Energética de Pernambuco	CELPE	1999	1996-2009
Companhia Energética do Maranhão	CEMAR	2000	1998-2009
Centrais Elétricas Matogrossenses S/A	CEMAT	1997	1995-2009
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia	COELBA	1997	1995-2009
Companhia Energética do Ceará	COELCE	1998	1995-2009
Companhia Energética do Rio Grande do Norte	COSERN	1997	1995-2009
Metropolitana Eletricidade de São Paulo	ELETROPAULO	1998	1995-2009
Empresa Energética do Mato Grosso do Sul	ENERSUL	1997	1995-2009

Quadro 2: Amostra das empresas

Tal delimitação quanto ao período em que as demonstrações contábeis precisam estar publicadas, conforme explicado, deve-se ao fato de que para se responder a questão problema é necessária uma visualização mínima da situação da empresa antes de ser privatizada. Logo, para não se ater a uma amostra muito pequena, visto o período reduzido de demonstrações publicadas antes das respectivas privatizações, definiu-se como necessário a publicação dos 2 anos antecessores.

### 1.4.3 Técnica de Coleta e Análise de Dados

A coleta das demonstrações contábeis da amostra de empresas é feita no site da BM&FBOVESPA, com intuito garantir a integridade dos dados. É coletado neste site o Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício das empresas em questão, pois são as demonstrações que servem de base para o cálculo dos índices empregados no estudo. Em seguida tais demonstrações são colocadas separadamente em planilhas de cálculo para facilitar a utilização de seus dados.

Após serem transcritas para planilhas de cálculos, tais demonstrações contábeis são ajustadas e transcritas para um modelo previamente definido. A padronização se dá para permitir a comparação e facilitar a interpretação dos dados, pois segundo Braga (1989, p. 139), “a padronização de critérios e procedimentos contábeis favorece a correta interpretação dos dados por parte daqueles que estejam tecnicamente preparados”. Matarazzo (2003, p. 136) ainda reitera “só faz sentido analisar um balanço após o seu enquadramento em um modelo que permita comparação com outros balanços”.

Os modelos de padronização contemplaram a estrutura do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício anterior à Lei nº 11.638/07 e a Medida Provisória nº 449/08. Isto porque as demonstrações coletadas, até a data em que foram coletadas, só contemplavam a nova estrutura a partir de 2006, ou seja, a maioria ainda se encontra em de acordo com a legislação anterior (QUADRO 3 e QUADRO 4).

ATIVO	PASSIVO
<i>Ativo Circulante</i>	<i>Passivo Circulante</i>

Disponibilidades	Empréstimos e Financiamentos
Clientes	Debêntures
Créditos Diversos	Fornecedores
Estoques	Impostos, Taxas e Contribuições
Outros	Dividendos a Pagar
	Provisões
	Dívidas com Pessoas Ligadas
	Outros
<i>Ativo Realizável a Longo Prazo</i>	<i>Passivo Exigível a Longo Prazo</i>
Créditos Diversos	Empréstimos e Financiamentos
Créditos com Pessoas Ligadas	Debêntures
Outros	Provisões
<i>Ativo Permanente</i>	Dívidas com Pessoas Ligadas
Investimentos	Outros
Imobilizado	<i>Resultados de Exercícios Futuros</i>
Intangível	<i>Patrimônio Líquido</i>
Diferido	Capital Social Realizado
	Reservas
	Ajustes de Avaliação Patrimonial
	Lucros/Prejuízos Acumulados
	Adiantamento para Futuro Aumento Capital

Quadro 3: Modelo de Balanço Patrimonial Padronizado

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços
(-) Deduções da Receita Bruta
(=) Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços
(-) Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos
(=) Resultado Bruto
(+/-) Despesas/Receitas Operacionais
(=) Resultado Operacional
(+/-) Resultado Não Operacional
(=) Resultado Antes Tributação/Participações
(-) Provisão para IR e Contribuição Social
(+/-) IR Diferido
(-) Participações/Contribuições Estatutárias
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio
(-) Participações Minoritárias
(=) Lucro/Prejuízo do Período

Quadro 4: Demonstração do Resultado do Exercício Padronizada

As demonstrações contábeis retiradas da BM&FBOVESPA são reagrupadas num modelo adaptado ao plano de contas das distribuidoras de energia. O modelo

padronizado se baseia nos apresentados por Matarazzo (2003), sem esquecer as particularidades do plano de contas das distribuidoras. As demonstrações contábeis de cada empresa estão expostas no Apêndice A e B.

Após a padronização das demonstrações contábeis são calculados os índices de Estrutura de Capital e de Resultados. Estes índices se baseiam nos utilizados por Braga (1989). Os índices de Estrutura de Capital abordados neste estudo são todos os expostos por Braga (1989) e estão de acordo com a nomenclatura empregada por este autor. Ao todo são aplicados 5 índices de Estrutura de Capital neste trabalho (QUADRO 5).

ÍNDICES	FÓRMULAS
Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Composição do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
Endividamento Geral	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
Imobilização do Capital Próprio	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Imobilização dos Recursos Permanentes	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$

Quadro 5: Índices de Estrutura de Capital utilizados no trabalho  
Fonte: Braga (1989)

Já os índices de Resultados utilizados neste trabalho não são todos os apresentados por Braga (1989). Alguns índices foram suprimidos devido à falta de informações nas demonstrações contábeis necessárias para a realização dos cálculos. Os índices seguem a nomenclatura de Braga (1989), com exceção do índice 'Rentabilidade do Capital Próprio' pois, as informações constantes nas demonstrações contábeis são insuficientes para calculá-lo da maneira explicitada por autor. Para tanto, é abordada a fórmula de 'Rentabilidade do Capital Próprio' aplicada por Assaf Neto (2006). São empregados 5 índices de Resultados nesta pesquisa (QUADRO 6).

ÍNDICES	FÓRMULAS
Margem bruta	$\frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$

Margem operacional	<u>Lucro Operacional</u> Receita Operacional Líquida
Margem Líquida	<u>Lucro líquido</u> Receita Operacional Líquida
Retorno sobre o investimento total	<u>Lucro líquido</u> Saldo médio do Ativo total
Rentabilidade do capital próprio	<u>Lucro líquido</u> Patrimônio Líquido – Lucro Líquido

Quadro 6: Índices de Resultados utilizados no trabalho  
Fonte: Braga (1989) e Assaf Neto (2006)

A escolha dos índices de acordo com o empregado por Braga (1989) deve-se a maneira como tal autor os separa, pois o mesmo divide-os dentro dos grupos objetos da questão problema deste trabalho – Estrutura de Capital e Resultados.

Após o cálculo desses índices é realizada uma análise do comportamento individual da amostra para cada um deles. Esta análise busca verificar se a empresa manteve um comportamento semelhante para o indicador ao longo de todo o período estudado, se há uma melhora do indicador após a privatização ou ainda, se o mesmo demonstra uma piora após a privatização. Partindo desta análise individual, agrupam-se os resultados de cada indicador em relação a cada empresa - se a empresa melhora, piora ou se mantém. Deste levantamento se calculou o percentual de quantas empresas melhoram, pioram ou mantêm valores semelhantes após a privatização para cada indicador.

Em cima dos percentuais obtidos sobre o desempenho das empresas é feita a análise de cada índice. Então, realiza-se um novo levantamento a cerca do desempenho de cada índice, se melhora, piora ou se mantém, a fim de calcular o percentual de desempenho para cada grupo de índices – Estrutura de Capital e Resultados. Por meio da análise feita de cada grupo de índices chega-se ao desempenho em conjunto dos dois grupos. O levantamento realizado de cada índice também serviu de base para o cálculo do percentual do desempenho dos indicadores em conjunto, ou seja, é utilizado o levantamento de desempenho do total de indicadores, tanto de Estrutura de Capital quanto de Resultados, para se calcular o percentual para a análise conjunta.

E por fim, são apresentadas as conclusões alcançadas por meio das análises citadas acima, respondendo a questão problema e aos objetivos propostos neste trabalho.

## 1.5 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

A amplitude do trabalho foi delineada tomando-se por base o setor elétrico brasileiro, retratando-se as características das empresas públicas e privatizadas neste setor. Para a consecução do objetivo geral da pesquisa serão analisadas as demonstrações contábeis do período de 1995-2009, considerando que empresas devam apresentar demonstrações contábeis de pelo menos dois anos anteriores à sua privatização.

As demonstrações contábeis analisadas são não consolidadas, visto que a maioria das empresas não trazem demonstrações consolidadas, e mesmo as que trazem não as expõem em todos os anos englobados nesta pesquisa.

A utilização do grupo de conta “Outros” no modelo padronizado seguiu as destinações de contas dadas por cada empresa para o mesmo. Logo, caso haja excedente aos 10% do limite previsto para tal grupo de contas, ele estará de acordo com o apresentado pelas empresas.

O modelo padronizado utilizado para enquadrar as demonstrações contábeis de cada empresa considerou as divisões de contas expostas pelas empresas. Como por exemplo, algumas empresas em determinados anos trouxeram “Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos” na Demonstração do Resultado do Exercício zerada e nem esclarecem tal fato em suas notas explicativas. Sendo as contas usuais utilizadas como custo classificadas como despesas operacionais. Tal divisão apresentada pelas empresas foi respeitada e não foi realizada reclassificação para o modelo padronizado.

Da mesma forma, as somas trazidas para grupos de contas como “Ativo Total” e “Ativo Circulante” nas demonstrações contábeis publicadas na BM&FBOVESPA foram respeitadas, independente de estarem certas ou não.

A análise de cada índice se limitou aos fatos explicados em notas explicativas publicadas na BM&FBOVESPA e nas informações expostas nas demonstrações contábeis publicadas em tal meio.

A ELETROPAULO possui em seu passivo reserva de alto valor devido a um processo que está tramitando e que envolve a responsabilidade pelo pagamento de dívida decorrente de um financiamento cedido pela Eletrobrás. Na justiça questiona-se de quem é a responsabilidade de tal dívida, tendo-se em vista uma cisão da Eletropaulo que gerou a Companhia de Transmissão e Energia Elétrica Paulista – CTEEP, a quem a ELETROPAULO atribui tal responsabilidade. Tal fato gera uma limitação ao trabalho e não é mencionado na análise.

## 1.6 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

Esta seção relata a ordem em que os capítulos foram organizados neste trabalho e o conteúdo dos mesmos. Tal organização se deu em quatro capítulos, que serão expostos a seguir.

No primeiro capítulo se enfatizam as considerações iniciais, introdução ao tema, definição e equacionamento do problema, objetivo geral e objetivos específicos, justificativa da importância da pesquisa, procedimentos metodológicos, delimitações da pesquisa e organização do estudo.

O segundo capítulo apresenta uma revisão literária sobre o setor elétrico brasileiro, contemplando-se informações relativas ao histórico do setor, processo de reestruturação, modelo regulatório vigente e as privatizações ocorridas no setor elétrico brasileiro. Então são revisados conteúdos referentes às demonstrações contábeis, com foco no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício, que serão base para o cálculo dos índices utilizados. Também é conceituada análise de demonstrações contábeis e de cada índice de estrutura de capital e de resultados abordados neste trabalho.

No terceiro capítulo são apresentadas as análises individuais de cada índice, assim como a análise de cada grupo de índice e a análise dos dois grupos de índices em conjunto – Estrutura de Capital e Resultados.



No quarto capítulo abordam-se as conclusões alcançadas por meio das análises feitas, respondendo a questão problema e aos objetivos propostos neste trabalho e as recomendações para pesquisas futuras.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Este tópico traz a revisão literária sobre os principais conceitos pertinentes ao tema do presente trabalho.

Inicialmente é feita uma contextualização acerca do setor elétrico brasileiro, aborda-se desde o surgimento da energia elétrica no país até os dias atuais, além do histórico da regulamentação do setor. Na sequência trata-se da privatização das empresas desse setor, subdividindo-se tal seção em empresas privatizadas nacionais e empresas privatizadas estaduais.

Parte-se então para a conceituação das demonstrações contábeis, focando-se no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício, objetos de análise deste estudo. Em seguida abordam-se índices econômico-financeiros, dividindo-se tal tópico em índices de Estrutura de Capital e índices de Resultados.

### **2.1 SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO**

O Setor Elétrico brasileiro foi marcado em seu surgimento pelo pioneirismo, impulsionado pelo Imperador Dom Pedro II. A primeira seção retrata o surgimento da energia elétrica no país até os dias atuais.

Depois é levantado o histórico da regulamentação do setor elétrico brasileiro até os dias atuais.

#### **2.1.1 Surgimento da Energia Elétrica no Brasil**

O início dos serviços de energia elétrica no Brasil se deu quase simultaneamente aos países mais adiantados da Europa e aos Estados Unidos, caracterizando uma fase de pioneirismo que só foi possível graças ao interesse do Imperador Pedro II frente às descobertas e invenções (BIBLIEX, 1977).

Esse pioneirismo mundial se comprova com marco da energia elétrica no Brasil: a inauguração da iluminação elétrica da Estação Central da Estrada de Ferro D. Pedro II, no Rio de Janeiro, em 1879, mesmo ano da primeira demonstração pública da lâmpada elétrica de Thomas Edison. Colocou-se em funcionamento o primeiro equipamento de iluminação elétrica permanente do país com seis lâmpadas supridas por dois dínamos que iluminaram a Estação Central por sete anos (DIAS, 1988).

Uma máquina térmica, com 52 Quilowatts de potência instalada no então distrito de Campos, no Rio de Janeiro, em 1883, propiciou a tal cidade o pioneirismo na utilização de iluminação pública no Brasil e na América do Sul (BIBLIEX, 1977). Ainda no mesmo ano entrou em operação uma pequena usina hidrelétrica instalada em Ribeirão do Inferno e a primeira linha de transmissão, com dois quilômetros de extensão, na cidade de Diamantina, Estado de Minas Gerais (DIAS, 1988).

Ainda de acordo com Dias (1988), em 1887, Porto Alegre, no Rio Grande do Sul, foi a primeira capital do país a ter iluminação pública elétrica. Todavia, para Bibliex (1977, p.54) “a primeira usina hidrelétrica instalada no Brasil para serviço de utilidade pública é a Marmelos-zero, no Rio Paraibuna, próximo a recém-construída estrada União-Indústria, exatamente a 5 de setembro de 1889”. Logo, data de 1889 a primeira hidrelétrica para fins de utilidade pública no Brasil.

Em 1899, o Grupo LIGHT começa atuar na cidade de São Paulo e recebe a concessão para exploração dos serviços de energia pública, o mesmo faz no Rio de Janeiro em 1905 (BIBLIEX, 1977).

Já em 1924, instala-se no Brasil a *American Foreign Power Company* (AMFORP), que começa a atuar no interior de São Paulo, onde fundou a Companhia Paulista de Força e Luz. Três anos depois é criada a Companhia Auxiliar de Empresas Elétricas Brasileiras (CAEEB) com o intuito de supervisionar e administrar os concessionários adquiridos pela AMFORP nas regiões de Porto Alegre, Belo Horizonte, Petrópolis, Salvador, Recife, Natal, Niterói e Vitória. Estava consolidada a participação da iniciativa privada no setor elétrico brasileiro (BIBLIEX, 1977).

Conforme a Agência Nacional de Energia Elétrica (2009, p. 16) “na década de 1940, com a construção de uma série de usinas hidroelétricas, o Brasil se torna um dos maiores produtores de energia renovável do mundo, juntamente com o Canadá”.

Segundo Gastaldo (2009, p. 40) “com as bases lançadas, ficou delineado no governo de Juscelino Kubitschek, de 1956 a 1961, o projeto de desenvolvimento do

setor elétrico sob o comando da empresa pública, com a criação da maior parte das companhias estaduais de energia elétrica”.

A Eletrobrás é oficialmente instalada em 1962, contando com as subsidiárias Chesf, Central Elétrica de Furnas, Companhia Hidrelétrica Vale do Paraíba e Termoelétrica de Charqueadas S/A. A Comissão de Nacionalização das Empresas Concessionárias de Serviços Públicos –Conesp foi constituída nesse mesmo ano, com o intuito de nacionalizar as dez empresas do Grupo AMFORP no país, o que só se concretizou no ano de 1964, por meio de um tratado firmado em Washington, nos Estados Unidos. As empresas adquiridas começaram a integrar o patrimônio da Eletrobrás (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

Durante a gestão do presidente Médici, no ano de 1972 surge a Eletronorte - Centrais Elétricas do Norte do Brasil S/A, subsidiária da Eletrobrás. Desempenhando um importante papel no abastecimento de energia para os nove estados da Amazônia Legal, estes, excluídos do Sistema Interligado Nacional, devido às duas condições geográficas. A construção da Usina Hidrelétrica Itaipu também representou outro importante avanço do setor na década de 70, fruto de um acordo entre Brasil e Paraguai em abril de 1973, com a assinatura do Tratado de Itaipu, ainda durante o Governo do presidente Médici (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

### **2.1.2 Regulamentação do Setor Elétrico Brasileiro**

De acordo com a Bibliex (1977, p. 60) “é em 1903 que aparece o primeiro texto de lei brasileira sobre energia elétrica, disciplinando o seu uso em largas linhas”. Por meio da Lei nº. 1.145, de 31 de dezembro de 1903, e do Decreto 5.704, de 10 de dezembro de 1904, regulamentaram, em termos gerais, a concessão dos serviços de eletricidade quando destinados ao fornecimento a serviços públicos federais (GASTALDO 2009).

Contudo, é apenas o Código das Águas proposto ao Congresso Nacional em 1907, e que leva quase trinta anos para ser aprovado, que traz uma legislação abrangente, com intuito de disciplinar as atividades de produção e do fornecimento de energia elétrica pelos concessionários (BIBLIEX, 1977).

Para Gastaldo (2009, p. 35) “entre o final do governo de Juscelino Kubitschek e o ano de 1967 amadureceu a nova estrutura organizacional que iria planejar, regular, fiscalizar e expandir os serviços de energia elétrica até o início dos anos 1990”. Tornando este, um período de transição, em que se criaram as principais condições institucionais e os mecanismos financeiros para a futura mudança de escala e de grau de complexidade no setor.

A legislação tarifária sofreu aprimoramentos promovidos pelo governo no ano de 1971, a fim de dar sustentação financeira ao setor. A Lei nº. 5.655, de 20 de maio daquele ano, estabeleceu a garantia de remuneração de 10% a 12% do capital investido, a ser calculada na tarifa. O que proporcionou o auto financiamento do setor, assim como a manutenção de um funcionamento adequado (GASTALDO 2009).

A promulgação de uma nova Carta Magna encerrou a década de 80. Acabando com o Imposto Único sobre Energia Elétrica e causando uma descentralização da arrecadação sobre o consumo de energia em prol dos Estados e Municípios, via Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS). Tal medida contribuiu para uma redução radical dos investimentos e para a descapitalização do setor, visto que era em sua maioria em financiado pelo extinto imposto. Um desarranjo institucional do setor foi em parte, provocado pelo fortalecimento das unidades federadas em detrimento da União, fazendo crescer a interferência política no comando das empresas estaduais e a escassez de recursos nos Estados para expansão da oferta. Com isso as unidades federadas politicamente mais fortes começaram a desrespeitar a legislação federal e a ficar inadimplentes (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

No período de 1973 a 1993, o Brasil aplica a tarifa de energia única, que não considera as características da área de concessão e dos custos de produção de cada empresa. O intuito de tal tarifa única, adotada no Governo do presidente Médici por meio do Decreto-Lei nº. 1.373/73 objetivava reduzir as desigualdades sociais. Esse mecanismo assegurava artificialmente o retorno financeiro das concessionárias sem exigir qualquer esforço por eficiência operacional e econômica (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

O Plano Nacional de Desestatização – PND - foi instituído pela Lei 8.031 de 1990 (GOMES et. all, 2009). De acordo com a Agência Nacional de Energia elétrica (2009) o PND introduziu a liberalização da economia no país.

A equalização tarifária e à remuneração assegurada das empresas findou com a Lei Elizeu Resende, que também promoveu um grande encontro de contas das dívidas entre União e estatais do setor, da ordem de US\$ 26 bilhões em valor nominal. Em tal época as empresas precisavam de um montante equivalente a 25% do endividamento do país para sua reparação, valor provido pelo Tesouro Nacional, o que evidencia a exaustão do modelo centralizador no setor elétrico. Outro fato instituído pela lei foi a obrigatoriedade da assinatura de contratos de suprimento entre geradoras e distribuidoras (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009). De acordo com Gomes et. all (2009, p.12) a Lei 8.631 de 1993, ou a Lei Elizeu Resende, “estabeleceu profundas modificações nas regras de funcionamento do setor”.

No ano de 1995 duas leis estabeleceram profundas alterações no setor elétrico, são elas a Lei 8.987 e a 9.074. Elas introduziram, entre outros, a necessidade de licitação dos novos empreendimentos de geração, a criação da figura do Produtor Independente de Energia, a determinação do livre acesso aos sistemas de transmissão e distribuição e a liberdade para os grandes consumidores escolherem seus fornecedores de energia (GASTALDO, 2009).

Para Gastaldo (2009), desde a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica foram várias as medidas de aprimoramento da estrutura legal do setor elétrico, tomadas pelos entes que detém competência própria, sendo que tal órgão foi criado como agência reguladora, fiscalizadora e mediadora do setor. Conforme Pires (2000, p. 13) “a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica, pela Lei 9.427/96, foi um marco na reforma regulatória do setor elétrico brasileiro”, frente à tradição de regulação implícita das empresas de energia elétrica exercida pelo Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica (DNAEE), órgão subordinado ao Ministério de Minas e Energia.

A Política Nacional de Recursos Hídricos e o Sistema Nacional de Gerenciamento de Recursos Hídricos foram instituídos/criados por meio da Lei nº 9.433, de 8 de janeiro de 1997; já a Lei 9.648, de 27 de maio de 1998, criou o Mercado Atacadista de Energia (MAE) e a figura do Operador Nacional do Sistema (ONS); o Decreto 2.335, de 6 de outubro de 1997, constituiu a Agência Nacional de Energia Elétrica e aprovou sua Estrutura Regimental. Algum tempo depois, a Resolução ANEEL nº 456, de 29 de novembro de 2000, estabelece de forma atualizada e consolidada as condições gerais de fornecimento de energia elétrica. O que é feito, em harmonia

com o Código de Defesa do Consumidor, lei 8.078, de 11 de setembro de 1990, e a Resolução ANEEL nº 94, de 30 de março de 1998, que definiu os limites de concentração nas atividades de distribuição e geração (GASTALDO 2009).

## 2.2 PRIVATIZAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

Em 1990 a Lei nº 8.031/90 cria o Programa Nacional de Desestatização (PND) (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009). Tal lei também instituiu o Fundo Nacional de Desestatização (FND). Conforme Gomes et al. (2009, p. 13) “o BNDES foi designado gestor do FND, fundo de natureza contábil em que são depositadas as ações das empresas a desestatizar”. Nessa qualidade de gestor do fundo, o Banco passa a gerenciar, acompanhar e realizar a venda das empresas incluídas no PND.

A condição prévia para que se implementasse o modelo, de acordo com Gomes et al. (2009, p. 13) “foi a desverticalização da cadeia produtiva, separando as atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, a partir daquele momento, caracterizadas como áreas de negócio independentes”. A geração e a comercialização de energia foram paulatinamente desreguladas; já a transmissão e a distribuição - monopólios naturais - continuam sendo tratadas como serviços públicos regulados.

As privatizações no setor elétrico ocorreram tanto no âmbito federal quanto no estadual. O ciclo de privatizações das distribuidoras estaduais de energia elétrica vinculou-se logicamente com o calendário de venda das geradoras federais. No geral, as distribuidoras estaduais apresentavam em seus passivos elevados endividamentos junto aos fornecedores de energia. Logo, fazia sentido privatizá-las previamente, a fim de que estes créditos ruins, atuais e futuros, não viessem a reduzir substancialmente o valor econômico das geradoras (LEAL, 2009).

A primeira empresa a ser privatizada foi a Escelsa, uma distribuidora, em 11 de julho de 1995. Tal escolha seguiu a ideia inicial do governo, de num primeiro momento privatizar as companhias distribuidoras para diminuir o risco percebido de um rompimento de contratos por parte das empresas de serviços públicos (GOMES et al., 2009).

Em 1996 a Light foi comprada pelo consórcio formado por AES Coral Reef Inc., EDF Internacional S.A., Houston Industries Energy Inc., BNDES Participações e Companhia Siderúrgica Nacional –CSN (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

O governo procurou estimular a venda de distribuidoras estaduais criando o Programa de Estímulo às Privatizações Estaduais (Pepe), pelo qual o BNDES antecipava recursos financeiros aos Estados por conta do que seria obtido nos leilões, após aprovação do plano de privatização pelas Assembleias Legislativas Estaduais (PIRES, 1999).

Em 2000 ocorre a venda da Companhia Energética do Maranhão (Cemar) para a Pennsylvania Power and Light, empresa norte-americana que liderou o consórcio Brisk Participações. E a venda da Sociedade Anônima de Eletrificação da Paraíba (Saelpa) à Companhia Força e Luz Cataguases-Leopoldina (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

### 2.3 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis fornecem as informações sobre a composição do patrimônio e dos resultados das entidades, objetos do estudo da contabilidade, para os diferentes usuários interessados.

Para Ludícibus (1981, p. 16) “o objetivo da contabilidade é fornecer aos usuários, independente de sua natureza, um conjunto básico de informações que, presumivelmente, deveria atender igualmente bem a todos os tipos de usuários”. Braga (1999, p. 55) expõe que “a contabilidade tem como objetivo o estudo e o controle do patrimônio das entidades econômicas – empresa ou instituição sem fins lucrativos – a fim de fornecer informações sobre sua composição e suas variações qualitativas e quantitativas.” Logo contabilidade visa o estudo e o controle do patrimônio das empresas com o intuito de fornecer tais informações aos diferentes tipos de usuários interessados.

O meio para prover esses usuários, de tais informações, são as demonstrações contábeis. Estas, também denominadas de demonstrações financeiras pela Lei nº 6.404/76 são segundo Braga (1989, p.70), “utilizadas pelos administradores para



prestar contas sobre os aspectos públicos de responsabilidade da empresa, perante acionistas, credores, governos e a comunidade em geral”. Portanto, elas têm como objetivo revelar às diversas pessoas interessadas, as informações sobre o patrimônio e os resultados da empresa, de tornar possível o conhecimento e a análise de sua posição econômico-financeira. O nível de detalhamento das análises acerca das demonstrações contábeis difere conforme a necessidade de cada um de seus usuários (BRAGA, 1989).

Como exposto, as demonstrações contábeis são uma importante fonte para o conhecimento da real estrutura econômico-financeira das empresas. De acordo com o artigo 176 da Lei 6.404/76, alterado pela Lei 11.638/07, as demonstrações contábeis indispensáveis às empresas obrigadas a obedecer à Lei das S/A são:

- Balanço Patrimonial – BP;
- Demonstração de Resultado do Exercício – DRE;
- Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido – DMPL;
- Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC;
- Demonstração do Valor Adicionado – DVA.

Conforme Braga (1989) essas demonstrações devem vir acompanhadas de notas explicativas necessárias para o esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados obtidos. E no caso das companhias abertas, são examinadas por auditores independentes. O mesmo é reiterado por Perez Júnior e Begalli (1999, p. 65) ao afirmar que sua divulgação costuma trazer “além dos relatórios exigidos, quadros analíticos e demonstrações suplementares que facilitam aos analistas e usuários das informações no sentido de melhorar o entendimento da situação econômico-financeira da empresa”.

A estruturação das demonstrações contábeis deve atender à Lei 6.404/76, além das respectivas mudanças trazidas pela Lei nº 11.638/07 e pela Medida Provisória nº 449/08, aos Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e às Normas Brasileiras de Contabilidade editadas pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

Este trabalho abordará índices calculados a partir do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício. Tais demonstrações serão detalhadas na sequência.

### 2.3.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial apresenta os bens, direitos, exigibilidades, obrigações e recursos próprios da empresa numa específica data, evidenciando, por conseguinte, uma posição estática da mesma.

Segundo Assaf Neto ( 2006, p. 47) “o Balanço Patrimonial apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento”. O mesmo é afirmado por Ludícibus, Martins e Gelbcke (2006). Estes acrescentam que por se tratar de informações de uma determinada data, o Balanço Patrimonial mostra uma posição estática. Já Braga (1989), o conceitua como uma demonstração onde se encontram representados os saldos de todas as contas integrantes do patrimônio de uma empresa em determinado momento.

A situação patrimonial é formada por todos os bens e direitos da empresa – ativo -, assim como as obrigações – passivo. A diferença entre ativo e passivo é denominada patrimônio líquido e diz respeito ao capital investido, direta ou indiretamente pelos proprietários da empresa (MATARAZZO, 1998).

O art. 178 da Lei nº 6.404/76 dispõe que “no balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e análise da situação financeira da companhia”. As três principais partes do Balanço Patrimonial são: Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. Segundo Assaf Neto (2006) cada uma dessas partes possui suas várias contas classificadas em “grupos”, e estes, encontram-se em ordem decrescente de liquidez para o Ativo e em ordem decrescente de exigibilidade para o Passivo.

Ludícibus, Martins e Gelbcke (2006) consideram ser importante que as contas classificadas no balanço estejam de forma ordenada e uniforme, a fim de permitir aos usuários uma análise e interpretação apropriadas da situação patrimonial e financeira.

A estrutura do Balanço Patrimonial por muitos anos foi seguida conforme a redação da Lei n.º 6.404/76 (QUADRO 7). Tal estrutura não está mais em vigor, mesmo assim, será utilizada nesta pesquisa por ter sido a disposição válida na maior parte do período a ser estudado – 1995 a 2009.

<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
--------------	----------------

<i>Ativo Circulante</i>	<i>Passivo Circulante</i>
<i>Ativo Realizável a Longo Prazo</i>	<i>Passivo Exigível a Longo Prazo</i>
<i>Ativo Permanente</i>	<i>Resultados de Exercícios Futuros</i>
Investimentos	<i>Patrimônio Líquido</i>
Imobilizado	Capital Social
Diferido	Reservas de Capital
	Reservas de Reavaliação
	Reservas de Lucros
	Lucros ou Prejuízos Acumulados

Quadro 7: Balanço Patrimonial segundo a Lei nº 6.404/76

A nova estrutura a ser seguida deve estar consoante a Lei nº 11.638/08 e Medida Provisória nº 449/08 (QUADRO 8). A Medida Provisória nº 449/08 trouxe significativas modificações na composição dos grupos e subgrupos do ativo e passivo. Entre elas, a divisão dos grupos em circulante e não circulante. O “Ativo Realizável a Longo Prazo” passou a ser um subgrupo do “Ativo Não-Circulante”, enquanto o “Ativo Permanente” foi extinto, e seus subgrupos, incorporados ao “Ativo Não-Circulante”, com exceção do “Ativo Diferido”, que também foi extinto. O grupo “Passivo Exigível a Longo Prazo” e o grupo “Resultados de Exercícios Futuros” foram extintos, e seus valores passaram a integrar o “Passivo Não-Circulante”.

<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
<i>Ativo Circulante</i>	<i>Passivo Circulante</i>
<i>Ativo Não Circulante</i>	<i>Passivo Não Circulante</i>
Realizável a Longo Prazo	<i>Patrimônio Líquido</i>
Investimento	Capital Social Realizado
Imobilizado	Reservas de Capital
Intangível	Ajustes de Avaliação Patrimonial
	Reservas de Lucros
	Ações em Tesouraria
	Prejuízos Acumulados

Quadro 8: Balanço Patrimonial alterado pela Lei nº 11.638/08 e MP nº 449/08

O ativo pode ser entendido como as aplicações de recursos, normalmente bens e direitos (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2006). Em consonância Assaf Neto (2006, p.48) cita que “no ativo relacionam-se todas as aplicações de recursos efetuadas pela empresa”. Segundo Hendriksen e Breda (1999, p. 289) “os ativos devem ser definidos como potenciais de fluxo de serviço ou direito a benefícios futuros sob o controle de uma organização”. Desta forma, ele representa os bens e

direitos possuídos pela entidade num dado momento, resultantes de suas transações ou eventos passados, pelos quais, futuros benefícios econômicos podem ser obtidos.

Quanto a passivo Assaf Neto (2006) e Ludícius, Martins e Gelbcke (2006) também empregam um conceito semelhante, definem-no como as exigibilidades e obrigações da empresa. Com uma definição mais elaborada Hendriksen e Breda (1999, p. 409) consideram o passivo como “sacrifícios futuros prováveis de benefícios econômicos resultantes de obrigações presentes de uma entidade no sentido de transferir ativos ou serviços para outras entidades no futuro em consequência de transações e eventos passados”. Já a pela Deliberação 594/09 se entende como uma obrigação presente da entidade, originada de acontecimentos já ocorridos e de cuja apuração se espera que resultem recursos capazes de gerar benefícios econômicos. Pode-se perceber um consenso sobre uma exigibilidade referir-se a fatos já ocorridos, e de possuir desembolso em um momento específico futuro, além de gerar benefícios econômicos.

A diferença entre ativo e passivo resulta no patrimônio líquido. Para Assaf Neto (2006) representa os recursos próprios da empresa, que são formados pelo capital investido pelos acionistas, acrescido dos lucros gerados nos exercícios que forem retidos na empresa.

Para classificar as contas de curto ou longo prazo, deve-se basear na definição de exercício social constante em legislação pertinente. Conforme a Lei 6404/73 em seu art. 175 o exercício social terá duração de um ano, com exceção para as empresas que iniciarem sua atividade durante o ano calendário. Segundo as normas do CFC (2010) todos os direitos e obrigações vencíveis no exercício seguinte ao encerramento do balanço serão considerados como curto prazo e de longo prazo os valores a vencer após o final do exercício social seguinte. Contudo, segundo Assaf Neto (2006, p.48) “se o ciclo operacional da empresa apresentar duração superior a seu exercício social, a conceituação de curto e longo prazo obedecerá ao prazo de duração desse ciclo”.

### 2.3.2 Demonstração do Resultado do Exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício é a demonstração contábil designada a evidenciar a composição do resultado constituído num determinado período de operações da entidade.

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2006, p. 326) “a Demonstração do Resultado do Exercício é a apresentação, em forma resumida das operações realizadas pela empresa, durante o exercício social, demonstrados de forma a destacar o resultado líquido do período.” Para Matarazzo (1998, p. 47) “a Demonstração do Resultado do Exercício é uma demonstração dos aumentos e reduções causados no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa”. Pode-se entender por meio de tais conceitos que a Demonstração do Resultado do Exercício tem o intuito de evidenciar a formação de resultado líquido do exercício, frente ao confronto das receitas, custos e despesas de um exercício social.

A Demonstração do Resultado do Exercício é apresentada de forma dedutiva, partindo-se da Receita Operacional Bruta, da qual são deduzidos os custos correspondentes. Desta dedução se origina o Resultado Bruto, do qual são subtraídas as despesas operacionais a fim de se chegar ao Lucro Operacional. Neste, serão adicionados ou subtraídos os valores correspondentes aos resultados não operacionais, apurando-se o Resultado do Exercício antes da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica. Finalmente, é deduzido o valor da provisão para a CSLL, da provisão para o IRPJ e das Participações nos Lucros, chegando-se ao Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício (NEVES *apud* SILVA *et all.*, 2010)

O art. 187 da Lei nº 6.404/76 dispõe sobre a estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício (QUADRO 9), visando fornecer os dados mínimos para formação do resultado. Esta estrutura sofreu algumas alterações. Contudo, será utilizada nesta pesquisa por ter sido a estrutura válida na maior parte do período a ser estudado – 1995 a 2009.

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO EMPRESA X - 31/12/XX</b>
RECEITA OPERACIONAL BRUTA DE VENDAS E/OU SERVIÇOS
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA

(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS OU SERVIÇOS PRESTADOS
(=) LUCRO BRUTO
(-) DESPESAS OPERACIONAIS
(=) RESULTADO OPERACIONAL
(+/-) RESULTADO NÃO OPERACIONAL
(=) RESULTADO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL E PARTICIPAÇÕES
(-) PROVISÃO PARA IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO
(-) PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

Quadro 9: Demonstração do Resultado do Exercício baseado na Lei nº 6404/76  
Fonte: CFC (2009)

A Medida Provisória nº 449/08 alterou os dois incisos do art. 187 da Lei nº 6.404/76, que trata da estrutura de tal demonstração. A modificação no inciso IV do art. 187 extingue com a denominação “Resultados Não-Operacionais”, substituindo-a por “outras receitas e outras despesas” dentro do grupo “Despesa/Receitas Operacionais”. (QUADRO 10).

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO EMPRESA X - 31/12/XX</b>
RECEITA BRUTA DE VENDAS E/OU SERVIÇOS
(-) DEDUÇÕES E ABATIMENTOS
(=) RECEITA LÍQUIDA
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS OU SERVIÇOS PRESTADOS
(=) RESULTADO OPERACIONAL BRUTO
(-/+ ) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS
(=) RESULTADO OPERACIONAL
(-) PROVISÃO PARA IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL
(=) RESULTADO DO EXERCÍCIO DEPOIS DO IR
(-) PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO
LUCRO POR AÇÃO

Quadro 10: Demonstração do Resultado do Exercício alterada pela MP nº 449/08  
Fonte: CFC (2009)

Como a Lei nº 6.404/76 não trazia a definição de “receitas e despesas não operacionais”, Ferreira (2010) menciona que o conceito delas era embasado na legislação do Imposto de Renda. Segundo a qual os resultados não operacionais são, basicamente, os lucros e perdas de capital, resultados positivos e negativos apurados na alienação ou baixa de investimentos não-circulantes, imobilizado e intangível. Em relação ao inciso VI do art. 187, são incluídas as participações de

titulares de partes beneficiárias, que haviam sido excluídas do texto desse inciso pela Lei nº 11.638/07

Conforme Ferreira (2010) a mudança na redação do inciso IV do art. 187 provocada pela Medida Provisória nº 449/08 não altera o tratamento dos resultados operacionais e não operacionais para fins de apuração e compensação de prejuízos fiscais. Logo, tal modificação na Lei nº 6.404/76 tem apenas reflexos contábeis, sem alterar o direito à compensação admitida na legislação do Imposto de Renda.

O objetivo da Demonstração do Resultado do Exercício de acordo com Ludícibus, Martins e Gelbcke (2006), é fornecer aos seus usuários os dados básicos e essenciais da formação do resultado do exercício. Segundo Assaf Neto (2006) o confronto das receitas, custos e despesas incorridos pela empresa no período e apropriados segundo o regime de competência, ou seja, independente de terem sido pagos ou recebidos, revertem no resultado do exercício - lucro ou prejuízo.

Percebe-se que esse demonstrativo contábil apresenta, resumidamente, as operações realizadas pela empresa, ao longo de seu exercício social, descrita de forma a destacar o resultado líquido do período.

## 2.4 ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

A análise das demonstrações contábeis ou análise de balanços, como tratada por alguns autores, é uma forma proveitosa de se obter informações importantes sobre a posição econômica e financeira de uma empresa. Os indicadores econômico-financeiros têm grande contribuição para se alcançar tais informações.

Segundo Assaf Neto (2006, p. 46) “a análise de balanços visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras”. Para Matarazzo (2003) ela pretende extrair informações para a tomada de decisão. Com isso, entende-se que a mesma extrai informações sobre a posição passada e presente de uma empresa e projeta seu futuro, auxiliando a tomada de decisão. Conceito semelhante é apresentado por Silva e Tristão (2000) ao relatar que por meio da análise das demonstrações contábeis é possível fazer

considerações importantes acerca do desempenho da empresa e projetar seus resultados futuros.

Entre as principais técnicas de análise das demonstrações contábeis estão: análise horizontal; análise vertical; e indicadores econômico-financeiros. Para Braga (1989) a análise horizontal avalia a evolução de cada elemento patrimonial e de resultado ao longo de diversos períodos sucessivos. Pode-se entender que ela consiste na comparação entre os montantes de uma mesma conta ou grupo de contas, em períodos distintos. A análise vertical segundo Assaf Neto (2006) permite conhecer a participação relativa de cada elemento patrimonial e de resultado. Ela envolve a relação entre um elemento e o grupo do qual faz parte. Já os indicadores econômico-financeiros, conforme Assaf Neto (2006, p. 42), “procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis de forma a melhor extrair conclusões sobre a situação da empresa”. O cálculo de tais indicadores revela a situação econômica e a situação financeira da empresa.

De acordo com Weygandt, Kieso e Kimmel (2005) a análise de indicadores exprime a relação entre os itens selecionados da demonstração contábil, podendo ser expressa por um índice, este significa a relação matemática entre uma e outra quantidade. Para Stickney e Weil (2008) os índices auxiliam na análise das demonstrações contábeis porque eles sintetizam os dados contidos nas demonstrações maneira conveniente, fácil de entender, interpretar e comparar. Além de cada índice produzir uma informação distinta daquelas que seriam conseguidas avaliando isoladamente os seus componentes (BRAGA, 1989).

Os demonstrativos normalmente utilizados para o cálculo de indicadores econômico-financeiros são o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício. De acordo com Braga (1989), essas duas demonstrações contábeis podem ser inter-relacionadas de diversas formas, cada qual fornecendo a visão de um aspecto específico da situação ou do desempenho da empresa. Stickney e Weil (2008) comentam que alguns índices empregam itens apenas da demonstração do resultado, enquanto outros relacionam apenas itens do balanço patrimonial e ainda há aqueles que envolvem mais de uma demonstração contábil.

Para Weygandt, Kieso e Kimmel (2005) um índice isolado pode não ser muito significativo, por isso utiliza-se comparação entre dados de períodos diferentes de uma mesma empresa, comparação com médias do setor e comparação entre empresas diferentes. Tal observação também é feita por Assaf Neto (2006) e



Stickney e Weil (2008). Este trabalho aborda a comparação entre dados de períodos diferentes de uma mesma empresa de distribuição de energia, a comparação com médias do grupo de empresas estudadas e comparação entre empresas distintas. Conforme Assaf Neto (2006) há inúmeros índices úteis para o processo de análise, podendo ser metodologicamente classificados nos grupos: liquidez; operacional; rentabilidade; endividamento e estrutura; análise de ações; e geração de valor. Para fins deste trabalho será empregada a análise dos índices de resultados e de estrutura de capital. Os próximos tópicos explicam com mais detalhes tais índices.

#### 2.4.1 Índices de Estrutura de Capital

De acordo com Fregonesi et. all (2010, p. 03) “a estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento, oriundas de capital de terceiros (Passivo Exigível) e de capital próprio (Patrimônio Líquido)”.

Para Assaf Neto (2006) tais índices mostram a forma pela qual os recursos de terceiros são utilizados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio. Em uma visão muito estreita do problema, os índices de estrutura de capital são avaliados com o critério “quanto menor, melhor”. Contudo, não se pode afirmar que uma empresa esteja em melhor situação se comparada à outra simplesmente porque apresenta menores valores nestes índices, pois são apenas indicadores observados num dado momento e que os aspectos dinâmicos que afetam a liquidez não são captados por essas inter-relações (BRAGA, 1989).

Nota-se que os autores trazem algumas divergências quanto à nomenclatura dos índices e das fórmulas, mas em sua essência apresentam resultados iguais. O Quadro 11 apresenta as fórmulas segundo Braga (1989). É interessante observar que as nomenclaturas ainda estão de acordo com o a Lei n.º 6.404/76.

ÍNDICES	FÓRMULAS
Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio	$\frac{\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$

	<u>Passivo circulante</u>
Composição do Endividamento	Passivo circulante + Exigível a Longo Prazo
	<u>Passivo circulante + Exigível a Longo Prazo</u>
Endividamento Geral	Ativo Total
	<u>Ativo permanente</u>
Imobilização do Capital Próprio	Patrimônio Líquido
	<u>Ativo permanente</u>
Imobilização dos Recursos Permanentes	Patrimônio líquido + Exigível a Longo Prazo

Quadro 11: Índices de Estrutura de Capital  
Fonte: Braga (1989)

No índice “Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio”, ou “Participação de Capitais de Terceiros”, encontram-se relacionados as duas fontes de recursos que a empresa possui: Capital de Terceiros e Capital Próprio. Evidenciando o risco ou dependência a terceiros por parte da empresa. Se analisado estritamente pelo ponto de vista financeiro, quanto maior este índice menor a liberdade de decisões financeiras da empresa ou maior a dependência de terceiros. Em relação à obtenção de lucro, pode ser proveitoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, caso a remuneração paga a estes seja menor do que o lucro conseguido com a sua aplicação nos negócios (MATARAZZO, 2003).

Segundo Braga (1989, p. 155) “um índice superior a 100% (ou maior do que 1,0) evidencia desequilíbrio entre essas duas grandes fontes de financiamento do ativo”, pois um valor superior a 1 demonstra que a empresa possui mais dívidas do que recursos pertencentes aos acionistas.

Quanto ao índice de composição do endividamento, Matarazzo (2003) comenta sobre a importância de se conhecer a composição das dívidas, mencionando que dívidas de curto prazo precisam ser pagas com recursos possuídos hoje, enquanto para dívidas de longo prazo a empresa dispõe de tempo para gerar recursos e quitá-las.

Também chamado de “Endividamento Total”, o índice “Endividamento Geral” mede a proporção dos ativos adquiridos com recursos emprestados, ou seja, indica o grau de alavancagem da empresa. É calculado por meio da divisão das dívidas totais da empresa pelo ativo total, resultando em uma indicação da capacidade da empresa de se proteger de perdas sem prejudicar o interesse dos credores. Quanto mais alto o resultado dessa divisão, maior será o risco de a empresa não ter condições de pagar suas obrigações no vencimento (WEYGANDT, KIESO e KIMMEL, 2005). Para Braga (1989) ele está estreitamente ligado ao índice “Capitais de Terceiros sobre o

Capital Próprio”, constituindo apenas outro ângulo de visão do mesmo problema. E um indicador elevado revela que a empresa se encontra excessivamente endividada.

Em relação ao índice de “Imobilização do Capital Próprio” sabe-se que o emprego dos recursos do Patrimônio Líquido são mutuamente exclusivas do Ativo Permanente e do Ativo Circulante. Quanto mais se investir no Ativo Permanente, menos recursos próprios sobrarão para o Ativo Circulante e, com isso, maior será a dependência de capitais de terceiros para o financiamento do Ativo Circulante. Seria interessante para a empresa, dispor de Patrimônio Líquido o bastante para cobrir o Ativo Permanente e ainda sobrar uma parcela para o Ativo Circulante. Por suficiente, entende-se que a empresa deve dispor da necessária liberdade de comprar e vender sem precisar recorrer a bancos (MATARAZZO, 2003).

O Índice “Imobilização dos Recursos Permanentes” apura a relação entre Ativo Permanente e Passivo Permanente e demonstra o percentual destes recursos que está financiando os ativos permanentes. Um índice maior que 1,0 indica que o Patrimônio Líquido e o Exigível a Longo Prazo não são suficientes para cobrir os investimentos em ativos permanentes. Pode-se concluir que o passivo circulante está financiando uma parte dos investimentos permanentes, o que revela um sinal de desequilíbrio financeiro (ASSAF NETO, 2006). Logo a “Imobilização de Recursos Permanentes” pode ser analisada como quanto menor melhor, já que quanto menos a empresa investe em ativo permanente, mais recursos próprios sobram para outros investimentos, diminuindo a necessidade de endividamento e do financiamento de terceiros.

#### **2.4.2 Índices de Resultados**

Os quocientes de resultados, obtidos pelo confronto dos elementos da Demonstração de Resultado do Exercício com elementos do Balanço Patrimonial, servem para evidenciar a rentabilidade obtida pelo Capital investido na entidade. Sendo assim, mensura quão lucrativa está sendo uma empresa por meio dos capitais investidos e do rendimento de seus investimentos e, qual o resultado econômico da empresa.

Hoji (2007) considera os índices de rentabilidade muito importantes por evidenciarem o sucesso, ou não, das empresas. Comenta ainda que tais índices são geralmente calculados sobre as Receitas Líquidas, mas também pode ser interessante calculá-los sobre a Receita Bruta, deduzida somente das vendas canceladas e abatimentos (HOJI, 2007). Esses índices mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos, isto é quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa. Sua análise permite a decomposição dos elementos que influenciam a determinação da taxa de rentabilidade de uma empresa e, explana quais os principais fatores que levaram ao aumento ou queda de rentabilidade (MATARAZZO, 2003). Quanto maiores esses indicadores, melhor para a empresa, pois segundo Braga (1989, p. 163) “quanto maiores forem esses índices, melhores serão as informações por eles transmitidas”. Faz-se importante conhecer os principais indicadores de resultado, visto que eles permitem ao gestor avaliar os lucros da empresa se baseando em vários aspectos relacionados às suas atividades. Quanto a esses indicadores também se percebe algumas divergências relacionadas à nomenclatura dos índices e das fórmulas, mas em sua essência apresentam resultados iguais. O Quadro 12 traz os Índices de Rentabilidades com as nomenclaturas utilizadas por Braga (1989), as mesmas ainda estão de acordo com o a Lei n.º 6.404/76.

ÍNDICES	FÓRMULAS
Margem bruta	$\frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$
Margem operacional	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$
Margem líquida	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$
Mark-up global	$\frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Custo de Vendas}}$
Retorno sobre o investimento total	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Saldo médio do Ativo total}}$
Retorno sobre o capital próprio	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Saldo médio do Patrimônio Líquido}}$

Quadro 12: Índices de Resultados  
Fonte: Braga (1989)

O índice “Margem Bruta”, segundo Gitman (2006), mensura quanto de cada venda em unidade monetária sobra após a empresa ter pago por seus produtos.

Quanto maior a margem bruta, melhor, visto que menor será o custo relativo por produtos vendidos. De maneira mais resumida Hoji (2007) explica que a Margem Bruta indica quanto a empresa obtém de lucro para cada \$1,00 de Receita Líquida. Segundo Braga (1989) a tal índice é complementado pelo “Mark-up Global”, este corresponde à taxa de acréscimo sobre o custo das vendas para se chegar à receita operacional líquida.

Já a “Margem Operacional” mede quanto de cada venda em unidades monetárias sobra após todos os custos e despesas, exceto juros e impostos de renda, terem sido abatidos. Quanto maior ela for, melhor será (GITMAN, 2006). Braga (1989) conceitua “Margem Operacional” como o que restou da receita operacional líquida após deduzir as despesas operacionais. Gitman (2006) e Braga (1989) afirmam que tal margem corresponde ao ganho puro das operações, ou lucro puro, por ignorar quaisquer receitas e despesas financeiras e tampouco o imposto de renda.

Conforme Gitman (2006) a “Margem Líquida” mede quanto de cada venda em unidades monetárias sobra após todos os custos e despesas, incluindo juros e imposto de renda, terem sido deduzidos. Quanto maior esse índice, melhor. Para Assaf Neto (2006) a “Margem Líquida” mede a eficiência global da empresa.

A taxa de “Retorno sobre o Investimento Total” ou “Rentabilidade do Ativo” segundo Gitman (2006, p. 143) “mensura a eficiência global da empresa em gerar lucros com seus ativos disponíveis”. Para Matarazzo (1998, p.185), este quociente representa “uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano”. Ou seja, é calculada quando se deseja ter uma idéia da lucratividade global, venham de onde vierem os recursos, admitindo-se as aplicações realizadas. Conforme Gitman (2006) quanto maior for o rendimento da empresa sobre o total de ativos, melhor.

A taxa de “Retorno sobre o Capital Próprio” ou taxa de “Retorno sobre o Patrimônio Líquido” é conceituada por Gitman (2006) e Braga (1989) como a medida do retorno sobre o investimento dos proprietários na empresa. Normalmente, quanto maior for esse retorno melhor para os proprietários. Assaf Neto (2006) relata que tal índice é de grande importância para o acionista da empresa, pois exerce influência sobre o valor de mercado das ações. Uma das grandes utilidades deste quociente está na sua comparação com taxas de rendimento de mercado, sendo possível, por esta

comparação, avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

### **3 ANÁLISE DOS ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL E DE RESULTADOS**

Este item expõe os índices de estrutura de capital e os índices de resultados calculados segundo as informações apresentadas pelas empresas em estudo. Também está contida a comparação do resultado de cada índice isolado em relação a todas as empresas estudadas. No final das seções referentes aos índices de estrutura de capital há um fechamento de todos os índices abordados por ele, assim como para o índice de resultados. E por fim, aparece a verificação do efeito global de todos os índices.

#### **3.1 ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL**

Nesta seção é apresentada a análise isolada para cada índice de estrutura de capital, ao final é realizada uma análise geral de tal índice.

##### **3.1.1 Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio**

Conforme mencionado, este índice relaciona o montante de capitais de terceiros adquiridos pela empresa com o capital próprio investido pelos acionistas. Um índice superior a 1 evidencia que a mesma possui mais dívidas do que recursos próprios investidos. Analisando os valores apresentados pelas empresas se percebem discrepâncias mais significativas em relação à CEMAR nos anos de 2001, 2002 e 2003 e à CEMAT em 1996. As demais companhias mostraram índices próximos (GRÁFICO 1).

O índice de 43,20, apresentado pela CEMAT em 1996, é provocado pelo baixo valor do Patrimônio Líquido causado pela conta “Adiantamento para Futuro Aumento de Capital” estar negativa e com um montante próximo a soma dos valores contidos no “Capital Social” e nas contas de reservas. Nos anos subsequentes os indicadores foram menos discrepantes. Em 2004 volta a subir para 4,07, mas no ano seguinte tal

valor diminui para 1,71 e a partir daí seus índices ficam próximos aos das demais empresas. Não fica claro nenhuma tendência com a privatização devido as variações ao longo do período estudado.

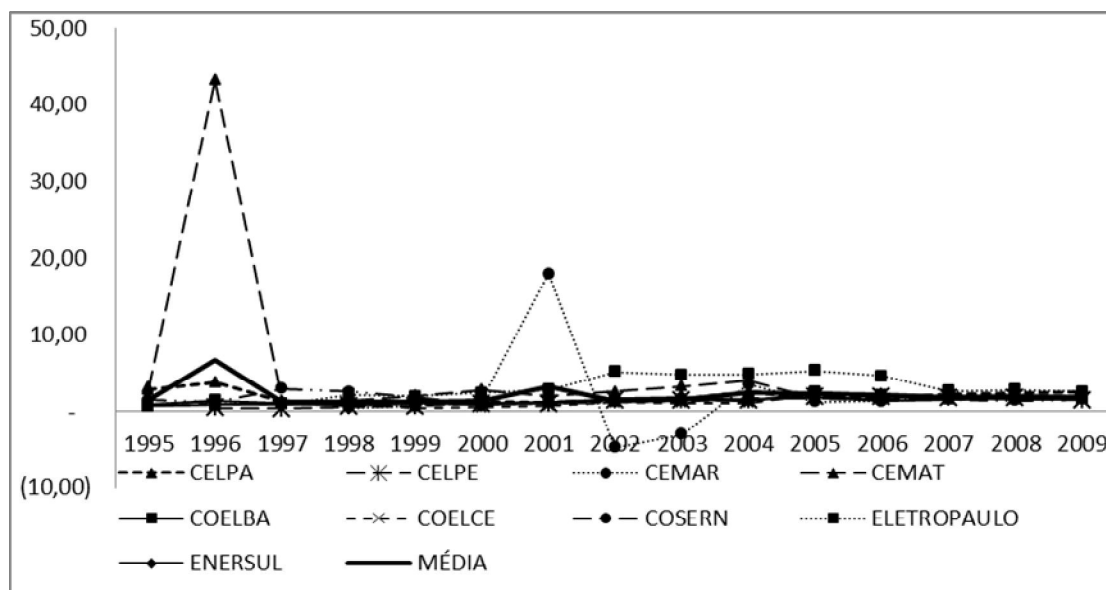


Gráfico 1: Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio

De maneira semelhante à CEMAT, a CEMAR mostra valores divergentes ao restante da amostra nos anos de 2001, 2002 e 2003, logo após sua privatização, quando obtém os respectivos índices de 18,82, -4,73, -3,02. Tal fato também é motivado pelo montante negativo da conta “Adiantamento para Futuro Aumento de Capital” no Patrimônio Líquido, que a leva a um passivo a descoberto nos anos de 2002 e 2003, causador dos índices negativos. Seus menores indicadores, 0,43 em 1998 e 0,71 em 1999, ocorrem antes de sua privatização, denotando um melhor desempenho antes desta data (TABELA 1).

Tabela - 1 Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	2,79	3,86	1,31	1,00	1,27	1,34	1,21	1,31	1,59	2,47	1,76	1,80	2,18	2,44	2,55
CELPE	ND	0,44	0,43	0,66	0,69	0,98	1,00	1,50	1,39	1,48	1,85	1,95	1,75	1,69	1,53
CEMAR	ND	ND	ND	0,43	0,71	1,74	18,00	-4,73	-3,02	3,55	1,25	1,32	1,65	1,86	1,81
CEMAT	43,20	1,31	1,31	1,44	2,03	2,84	1,95	2,61	3,32	4,07	1,71	1,57	1,61	1,86	1,65
COELBA	0,74	0,88	1,19	1,24	1,57	1,25	1,77	2,35	1,45	1,42	2,50	2,15	2,02	1,60	1,65
COELCE	0,70	0,84	0,96	1,16	0,43	0,54	0,76	1,14	1,10	1,08	2,27	2,22	2,02	2,03	1,77
COSERN	1,50	1,19	2,97	2,56	1,77	0,97	1,26	1,67	1,46	1,72	1,72	1,61	1,54	1,41	1,57
ELETROPAULO	0,87	1,42	0,95	2,22	1,91	2,37	2,74	4,48	4,27	4,20	4,67	4,67	2,66	2,81	2,61
ENERSUL	0,92	1,36	1,10	0,79	1,09	0,92	1,12	1,76	1,87	1,60	1,84	1,44	1,56	1,68	1,59
MÉDIA	7,25	1,41	1,28	1,28	1,28	1,44	3,31	1,34	1,49	2,40	2,17	2,08	1,89	1,93	1,86

ND – Não disponível.



A ELETROPAULO apresenta índices menores até o ano anterior a sua privatização, depois de 1997 constantes aumentos ficam evidentes, com destaque para os anos de 2002 e 2005 quando atinge os respectivos índices de 5,15 e 5,33. Tais eventos são causados pelos aumentos consecutivos nos seus passivos e pela diminuição do Patrimônio Líquido após a privatização. O aumento em seus índices pode ser mais bem visualizado no Gráfico 2, onde são suprimidas as empresas CEMAR e CEMAT. A COELBA também evidencia indicadores menores antes da privatização, a partir daí as oscilações são constantes e os valores sempre superiores a 1. Seu maior índice foi 2,50 em 2005, quando inicia uma diminuição constante chegando a 1,60 em 2008, contudo em 2008 volta a subir para 1,65.

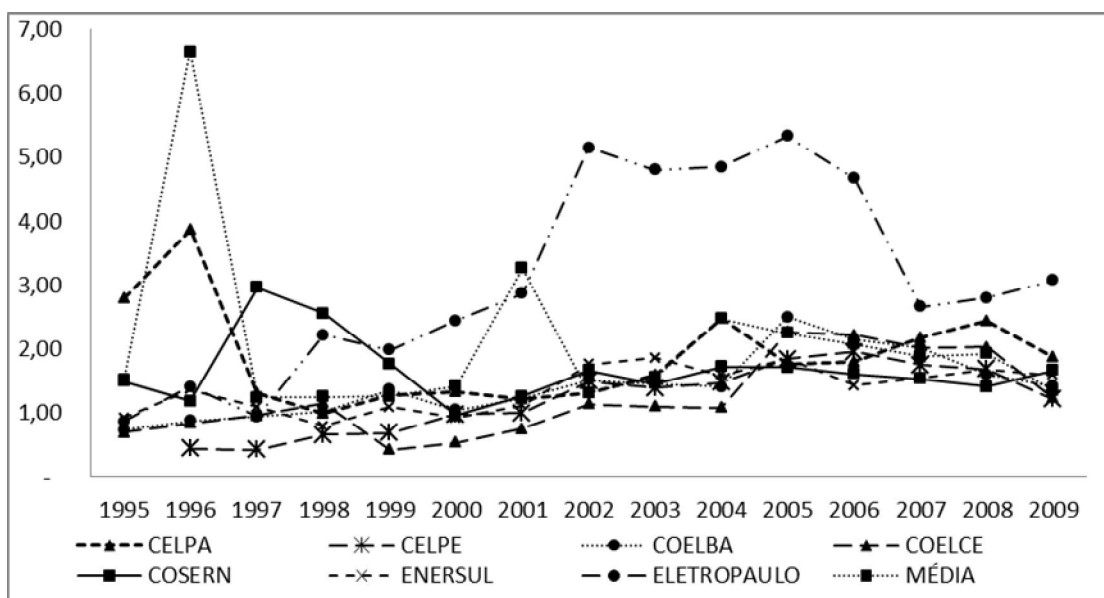


Gráfico 2: Capitais de Terceiros sobre o Capital Próprio com exclusão da CEMAR E CEMAT

A CELPE demonstra índices baixos até 2001, dois anos após sua privatização. Após tal período seus índices se elevam, chegando ao pico de 1,95 em 2006. O desempenho da ENERSUL apresenta variações ao longo de todos os períodos, seu menor indicador foi 0,79 no ano posterior à privatização e maior 1,84 em 2005. Contudo, é evidente um leve aumento após a privatização. A COELCE tem indicadores baixos até 2001, com exceção ao ano de sua privatização quando obtém 1,16. A partir de 2002 os valores aumentam alcançando 2,27 em 2005.

Os melhores desempenhos quanto ao Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio são obtidos pela CELPA e COSERN. A CELPA tem seu maior indicador 3,86 em 1996, antes de sua privatização. Após tal fato seus índices diminuem e se mantêm

abaixo dos 2,79 alcançados em 1995. De 2005 em diante eles apresentam aumentos seguidos, mesmo assim não ultrapassam o valor de 1995. Já o maior índice da COSERN 2,97 é no ano de sua privatização, 1997. Após este ano os valores são todos menores, atingindo 0,97 em 2000.

A média anual do presente índice é afetada pelos altos valores em 1995 e 2001 da CEMAT e CEMAR, respectivamente. Percebe-se que a média começa a aumentar a partir do ano de 2000, ou seja, após todas as privatizações terem ocorrido. De modo geral pode-se perceber que o Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio das empresas estudadas mostra tendência de aumentar depois da privatização.

### 3.1.2 Composição do Endividamento

A “Composição do Endividamento”, como já explicado, demonstra a relação das dívidas de curto prazo com as dívidas totais. Quanto maior o indicador, mais endividada a empresa estará no curto prazo. Na análise de tal índice, as empresas apresentaram oscilações ao longo dos anos, tendo destaque a CELPE ao aparecer por mais vezes com índices elevados. Tais variações evidenciam tendências de aumento, diminuição ou manutenção dos valores, se comparado à privatização, bem divididas entre as empresas (GRÁFICO 3).

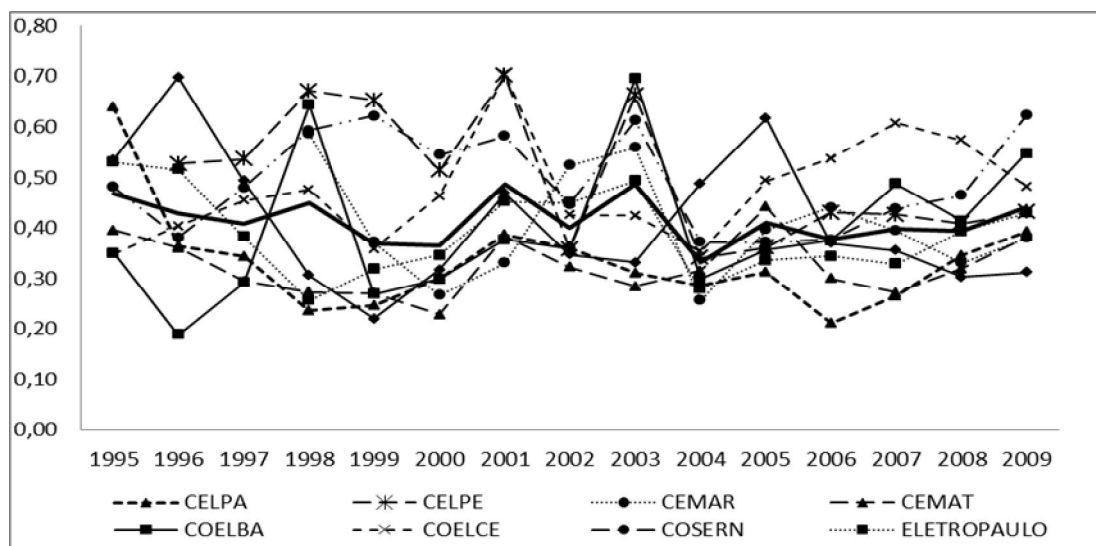


Gráfico 3: Composição do Endividamento

A CELPE tem seu índice mais alto 0,70 em 2001 e é devido ao aumento de financiamentos de curto prazo, justificado pela CELPE com as perdas obtidas pelo racionamento de energia no referido ano. A partir de 2002 seus índices começam a diminuir, e se mantêm menores aos anteriores à privatização. A ELETROPAULO obtém seus maiores índices nos anos de 1995 e 1996, 0,53 e 0,52, respectivamente. No ano anterior a sua privatização, 1997 os valores começam a diminuir, mostrando uma elevação mais substancial no período de 2001 a 2003, com destaque para 2003 quando atinge 0,49. Contudo em 2004 a ELETROPAULO diminui tal indicador para 0,28 e conserva variações menores até 2007. Em 2008 e 2009 seus índices de elevam para 0,39 e 0,43, respectivamente. Apesar das variações seu desempenho é melhor após a privatização.

Com uma tendência semelhante à CELPE e ELETROPAULO, aparece a CEMAR. Apesar de seu maior índice 0,59 ter ocorrido antes da privatização, ela mostra uma elevação nos valores nos anos de 2002 e 2003, ao atingir respectivos 0,52 e 0,56, e obtém variações menores de 2004 em diante. A ENERSUL também consegue reduzir seus índices após a privatização, mesmo tendo um aumento mais discrepante em 2005. Neste ano alcançou 0,62 devido ao significativo acréscimo ocorrido no Passivo Circulante, causado por financiamentos adquiridos para iniciar o Programa Luz para Todos do Governo Federal. Em 2008 a ENERSUL obtém seu menor índice 0,30 (TABELA 2).

Tabela - 2 Composição do Endividamento

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	0,64	0,36	0,34	0,24	0,25	0,30	0,39	0,36	0,31	0,29	0,31	0,21	0,26	0,34	0,39
CELPE	ND	0,53	0,54	0,67	0,65	0,51	0,70	0,36	0,66	0,34	0,36	0,43	0,43	0,41	0,43
CEMAR	ND	ND	ND	0,59	0,37	0,27	0,33	0,52	0,56	0,26	0,40	0,44	0,39	0,33	0,38
CEMAT	0,39	0,36	0,29	0,27	0,27	0,23	0,38	0,32	0,28	0,31	0,44	0,30	0,27	0,32	0,38
COELBA	0,35	0,19	0,29	0,64	0,27	0,30	0,38	0,36	0,69	0,30	0,36	0,38	0,49	0,41	0,55
COELCE	0,35	0,40	0,45	0,48	0,36	0,46	0,70	0,43	0,42	0,35	0,49	0,54	0,61	0,57	0,48
COSERN	0,48	0,38	0,48	0,59	0,62	0,54	0,58	0,45	0,61	0,37	0,37	0,38	0,44	0,46	0,62
ELETROPAULO	0,53	0,52	0,38	0,26	0,32	0,35	0,45	0,45	0,49	0,28	0,34	0,34	0,33	0,39	0,43
ENERSUL	0,54	0,70	0,49	0,31	0,22	0,32	0,47	0,35	0,33	0,49	0,62	0,37	0,35	0,30	0,31
MÉDIA	0,47	0,43	0,41	0,45	0,37	0,36	0,49	0,40	0,49	0,33	0,41	0,38	0,40	0,39	0,44

A CELPA consegue manter seus índices em equilíbrio ao longo do período estudado, com exceção ao índice de 0,64 em 1995. A privatização não demonstra grande interferência na Composição do Endividamento da CELPA. Outra empresa ND – Não disponível.

que se mostra equilibrada foi a CEMAT, seus valores variam pouco se comparado o antes e depois da privatização. O maior índice foi 0,44 em 2005, motivado pela diminuição da conta “Dívidas com Pessoas Ligadas” no “Exigível a Longo Prazo” e pelo aumento de “Empréstimos e Financiamentos” de curto prazo. A COSERN evidencia um aumento nos anos seguintes a privatização, alcançou 0,59, 0,62, 0,54 e 0,58 em 1998, 1999, 2000 e 2001, respectivamente. Logo depois retorna a índices semelhantes aos anteriores à privatização.

O menor índice de Composição do Endividamento é apresentado pela COELBA em 1996, 0,19. Após a privatização seus índices sofrem aumentos, com destaque para 0,62 em 1998 e 0,69 em 2003. Neste ano, o incremento dos financiamentos de curto prazo é causado por uma dívida da Garter, empresa criada para a captação de recursos financeiros estrangeiros da qual a Coelba possui participação acionária. A COELCE apresenta oscilações em seus valores, mas eles convertem para um aumento ao longo dos anos. No ano de 2001 ela atingiu 0,70, seu maior índice. Logo se verifica que a COELBA e a COELCE têm indicadores de “Composição do Endividamento” piores após a privatização.

O indicador Composição do Endividamento apresenta oscilações entre todas as empresas, entretanto os valores não são altos. No geral, a análise de todas as empresas demonstra leve melhora ou se mantém como antes à privatização.

### **3.1.3 Endividamento Geral**

Conforme relatado anteriormente, quanto menor o índice de Endividamento Geral melhor para empresa, pois ela se encontrará menos endividada. Analisando as empresas em estudo percebe-se uma tendência de elevação de tal indicador após a privatização. Algumas exceções são percebidas, mas no geral elas convergem para uma elevação.

A CEMAR apresenta seus maiores índices logo nos anos seguintes a privatização, alcança 0,97, 1,11 e 1,17 em 2001, 2002 e 2003, respectivamente. Esta é uma significativa ascensão, visto que nos dois anos anteriores a sua privatização seus indicadores marcavam 0,53 e 0,51. Após 2003 seus indicadores continuam maiores do que estes. A ELETROPAULO começou a elevar seus índices a contar o ano da

privatização, 1998, com destaque para o período de 2002 a 2006 onde mostra índices superiores a 0,80. Em 2007 há uma diminuição para 0,73, mas em 2008 volta a subir para 0,74. Para a ELETROPAULO, a tendência de elevação do índice de Endividamento Geral fica explicitada após a privatização, apesar da diminuição para 0,72 em 2009 (GRÁFICO 4).

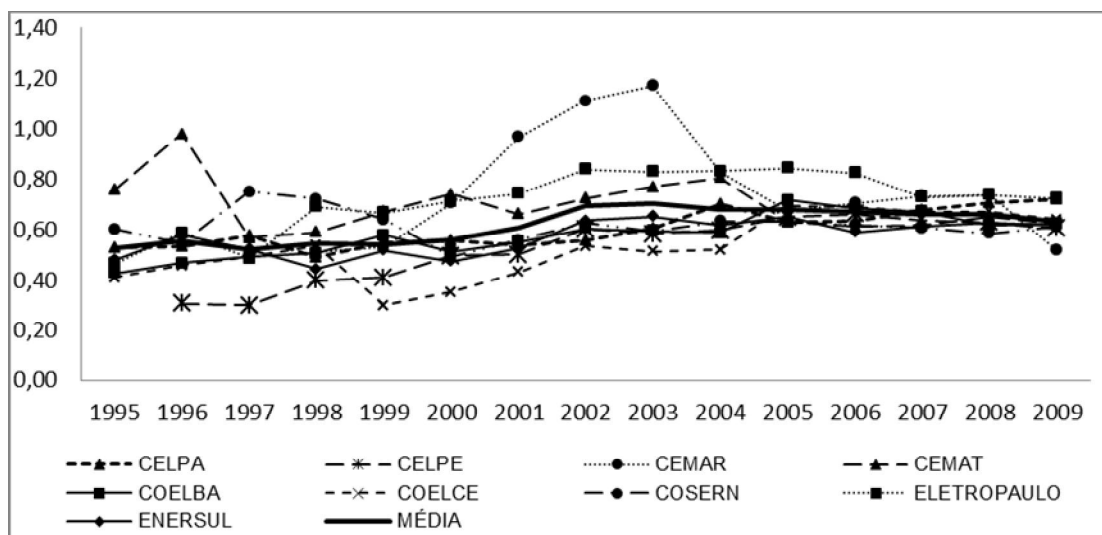


Gráfico 4: Endividamento Geral

Com variações menores resultando em uma elevação mais comedida após a privatização aparecem a CELPA e a ENERSUL. Ambas conseguem manter seus indicadores balanceados por quatro anos após suas respectivas privatizações em 1998 e 1997. A partir de 2003 a CELPA apresenta um aumento em seus índices, alcançando 0,70 nos anos de 2004 e 2008, e ápice de 0,72 no ano de 2009. Já a ENERSUL começa a elevar seus valores de 2002 em diante, chegando a 0,65 em 2003 e 2005. A COELBA também mostra variações menores e uma tendência de elevação a partir de 1995. Seus índices são maiores de 2005 em diante, ano em que chegou a 0,71.

Com valores mais baixos às demais aparecem a COELCE e a CELPE. A COELCE atinge seus menores indicadores nos dois anos seguintes a privatização, 0,30 e 0,35 nos respectivos anos de 1999 e 2000. Contudo, após 2001 eles começam a subir e chegam a 0,69 nos anos de 2005 e 2006. Já a CELPE demonstra bem a tendência de elevação ao longo dos anos, mas com valores mais comedidos. Antes de sua privatização, a CELPE mostra indicadores menores do que as demais empresas,

0,31, 0,30 e 0,40 em 1996, 1997 e 1998, respectivamente. Seu ápice foi 0,66 em 2006 (TABELA 3).

Tabela - 3 Endividamento Geral

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	0,53	0,53	0,57	0,49	0,55	0,56	0,54	0,55	0,60	0,70	0,63	0,63	0,68	0,70	0,72
CELPE	ND	0,31	0,30	0,40	0,41	0,50	0,50	0,60	0,58	0,60	0,65	0,66	0,64	0,63	0,60
CEMAR	ND	ND	ND	0,51	0,53	0,70	0,97	1,11	1,17	0,83	0,67	0,70	0,73	0,74	0,52
CEMAT	0,76	0,98	0,57	0,59	0,67	0,74	0,66	0,72	0,77	0,80	0,63	0,61	0,62	0,65	0,62
COELBA	0,43	0,47	0,49	0,50	0,58	0,51	0,55	0,60	0,59	0,59	0,71	0,68	0,67	0,61	0,62
COELCE	0,41	0,46	0,49	0,54	0,30	0,35	0,43	0,53	0,51	0,52	0,69	0,69	0,67	0,67	0,64
COSERN	0,60	0,54	0,75	0,72	0,64	0,49	0,56	0,62	0,59	0,63	0,63	0,62	0,61	0,59	0,61
ELETROPAULO	0,46	0,59	0,49	0,69	0,67	0,71	0,74	0,84	0,83	0,83	0,84	0,82	0,73	0,74	0,72
ENERSUL	0,48	0,58	0,52	0,44	0,52	0,48	0,53	0,63	0,65	0,61	0,65	0,59	0,61	0,63	0,61
MÉDIA	0,52	0,56	0,52	0,54	0,54	0,56	0,61	0,69	0,70	0,68	0,68	0,67	0,66	0,66	0,63

A CEMAT chama atenção por ter seu maior índice 0,98 em 1996, antes de sua privatização, ao contrário das outras companhias. Em 1997 o valor diminui para 0,57, após isso voltou a se elevar e atinge 0,80 em 2004. Por meio das variações apresentadas pela CEMAT, percebe-se um desempenho similar antes e após a privatização quanto ao índice de Endividamento Geral. O mesmo é notado em relação à COSERN, pois suas oscilações ao longo do período em estudo não direcionam a um aumento ou diminuição. Seu maior índice 0,75 ocorre no ano de sua privatização, 1997, e o menor valor foi 0,49 em 2000.

Os indicadores de Endividamento Geral apresentam ao longo dos anos constantes oscilações, mas sem discrepâncias significantes, e aparentam uma tendência de elevação após a privatização das empresas. A média de tais índices apresenta sucessivos aumentos até 2003, e começa então a ter uma redução gradual. Tal elevação pode ser justificada pela participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na privatização das 20 distribuidoras de energia elétrica. O banco investiu R\$ 22 bilhões entre janeiro de 1995 a outubro de 2003 (AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA, 2009).

Este investimento do BNDES justifica o crescimento do endividamento geral e pode ser considerado como benéfico, pois possivelmente o custo do capital é mais baixo do que o retorno que as empresas obtêm.

### 3.1.4 Imobilização do Capital Próprio

O índice de Imobilização do Capital Próprio evidencia quanto do “Patrimônio Líquido” foi investido no “Ativo Permanente”. Quanto menor for, melhor será, visto que um elevado grau de imobilização pode comprometer a liquidez da companhia. A análise realizada mostra três empresas, em momentos isolados, com índices mais altos: CEMAT, CEMAR e CELPA. O restante das empresas não demonstra oscilações tão grandes se comparado antes e depois da privatização.

No ano de 1996, a CEMAT chega a 34,99, devido a uma redução do “Patrimônio Líquido” causada pela conta “Adiantamento para Futuro Aumento de Capital”. Os demais períodos têm valores menores que este, atingindo no máximo 3,54 em 1995 e 2,30 em 2000, o que representa uma melhora após a privatização. O “Capital Próprio” da CEMAR sofre redução no período de 2001 a 2004, ficando a descoberto nos anos de 2002 e 2003, por motivo semelhante à CEMAT. O passivo a descoberto nestes anos leva aos índices negativos -5,97 e -3,74. Seus menores índices estão antes de sua privatização, 1,45 em 1998 e 1,46 em 1999, após este ano os valores aumentam, denotando um pior desempenho após a privatização (GRÁFICO 5).

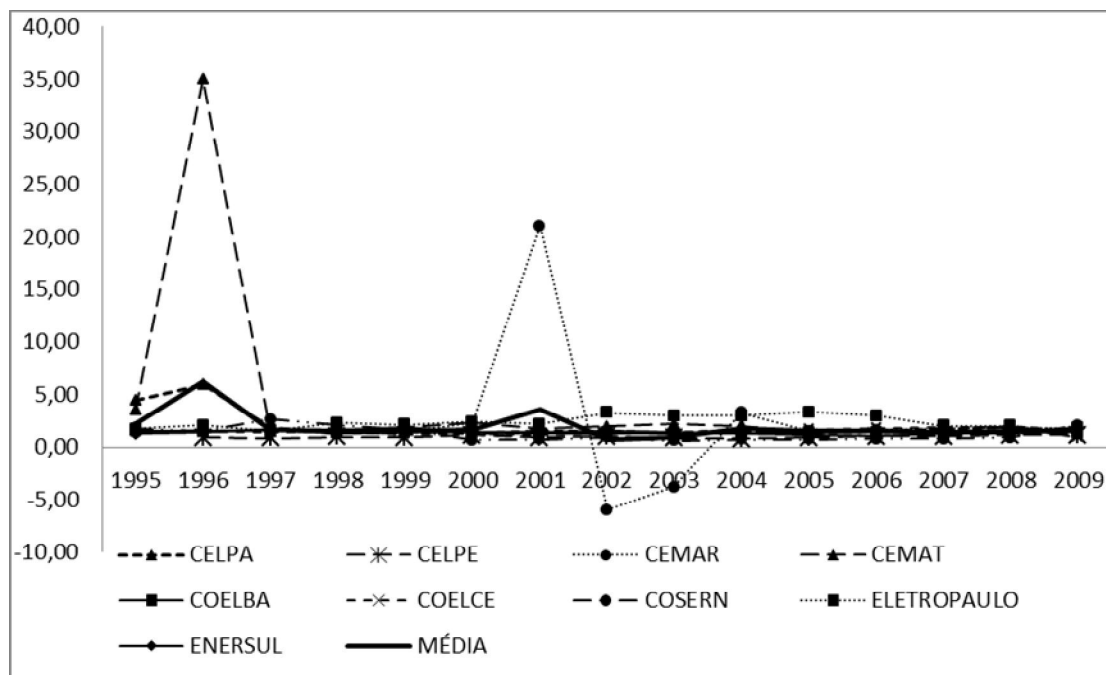


Gráfico 5: Imobilização do Capital Próprio

Com variações menos discrepantes e com índices ainda elevados aparecem a CELPA e a ELETROPAULO. A CELPA obtém 4,48 e 5,92 em 1995 e 1996, respectivamente. A partir do ano de sua privatização, 1998, seus indicadores reduziram, resultando numa melhora. Os índices menores são 1,35, 1,37 e 1,38 nos anos de 1998, 2000 e 2005, respectivamente, mas em 2007 e 2008 voltou a aumentar, alcançando 1,75 e 1,90. Tal alta foi revertida no ano de 2009 quando o índice voltou para 1,47. A Eletropaulo apresenta todos os seus indicadores acima de 2 a partir de sua privatização, tendo o ápice de 3,33 em 2005. Contudo, o índice de 2,08 em 1996 demonstra que a empresa manteve valores equilibrados após a privatização (TABELA 4).

Tabela - 4 Imobilização do Capital Próprio

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	4,48	5,92	1,78	1,35	1,42	1,37	1,45	1,48	1,39	1,62	1,38	1,42	1,75	1,90	1,47
CELPE	ND	0,94	0,87	0,99	0,95	1,17	0,91	1,02	0,84	0,83	0,90	1,03	1,02	1,15	1,14
CEMAR	ND	ND	ND	1,45	1,46	2,37	21,03	-5,97	-3,74	3,25	1,47	1,59	1,73	1,91	1,74
CEMAT	3,54	34,99	1,49	1,50	1,85	2,30	1,74	1,94	2,15	2,02	1,43	1,35	1,31	1,55	1,49
COELBA	1,53	1,51	1,61	1,60	1,92	1,38	1,33	1,30	1,26	1,24	1,39	1,38	1,41	1,40	1,51
COELCE	1,47	1,50	1,46	1,50	1,20	1,27	1,23	1,29	1,31	1,32	1,68	1,78	1,82	1,89	1,81
COSERN	1,76	1,49	2,65	2,04	1,64	0,70	0,77	0,98	0,63	0,75	0,73	0,82	0,79	0,89	1,00
ELETROPAULO	1,73	2,08	1,50	2,28	2,11	2,42	2,16	3,28	2,97	2,99	3,33	2,95	2,01	2,03	2,04
ENERSUL	1,24	1,43	1,60	1,28	1,46	1,36	1,36	1,54	1,42	1,24	1,18	1,10	1,24	1,28	1,31
MÉDIA	2,25	6,23	1,62	1,55	1,56	1,59	3,55	0,76	0,91	1,69	1,50	1,49	1,45	1,56	1,50

O melhor desempenho fica por conta da CELPE, que mostra índices equilibrados e baixos antes e após a privatização, como pode ser observado no Gráfico 6, onde é omitido o desempenho da CEMAR e da CEMAT. Seu maior indicador foi 1,17 em 2000 e é causado pela diminuição no “Patrimônio Líquido” devido à saída da conta “Adiantamento para Futuro Aumento de Capital”. A COSERN mesmo com índices mais elevados no período de 1995 a 1999 consegue abaixar seus indicadores a partir do ano de 2000, sendo tais valores menores aos da CELPE, denotando em um melhor desempenho por parte da COSERN após a privatização (GRÁFICO 6).



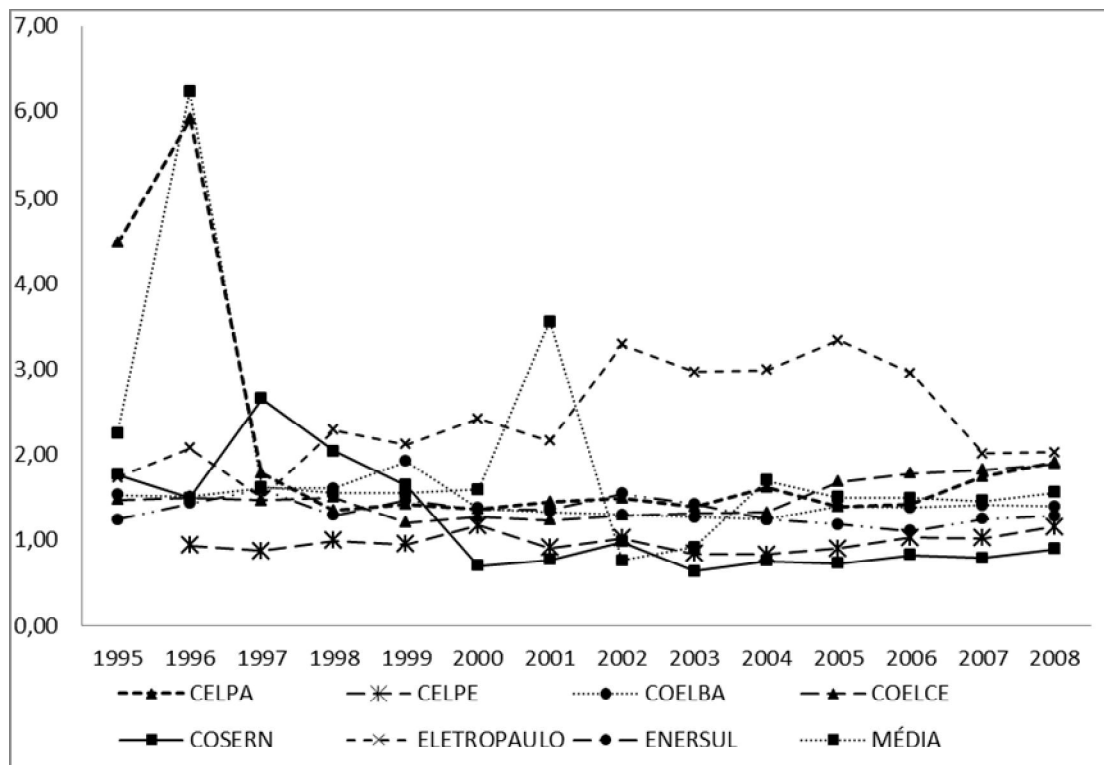


Gráfico 6: Imobilização do Capital Próprio, omitidos os índices da CEMAR e CEMAT

A conta “Prejuízos Acumulados” e a diminuição da “Reserva de Capital” fazem a ENERSUL ter um indicador de 1,60 no ano de sua privatização. A conta “Prejuízos Acumulados” também é responsável pelo índice de 1,54 em 2002. Contudo a variação de seus indicadores se mantém parecida antes e após a privatização. O crescimento do “Ativo Permanente” num ritmo maior do que o “Capital Próprio” faz a COELCE elevar seus indicadores a partir de 2005, atingindo 1,89 em 2008. Entretanto, num período que compreende sua privatização, de 1995 a 2004 os índices da COELCE diminuem, sendo o menor 1,20 em 1999. Tal divergência não forma uma tendência duradoura após a privatização. A COELBA demonstra indicadores mais elevados até 1999, quando atinge 1,92. Então, os valores reduzem, chegando a 1,24 em 2004. Nos anos seguintes os índices aumentam, mas se mantêm menores que os de antes da privatização, mostrando uma melhora da empresa após tal evento.

A análise do indicador “Imobilização do Capital Próprio” demonstra que a maioria das empresas, CELPA, CEMAT, COELBA, COSERN e ENERSUL obtêm melhoras em tal indicador após a privatização. Já a CELPE, COELCE e ELETROPAULO não apresentam tendências que possam ser relacionadas a mudanças de gestão devido

à privatização. Com exceção à CEMAR que mostra um crescimento do índice ao longo dos anos.

### 3.1.5 Imobilização dos Recursos Permanentes

A “Imobilização de Recursos Permanentes” como já explicitado é analisada da forma quanto menor melhor, seguindo a ideia de que quanto menos se investir em ativo permanente, mais recursos próprios sobram para outros investimentos.

Os índices mais discrepantes estão relacionados à CEMAR e a CELPA. A CEMAR apesar de ter indicadores mais elevados em 2002 e 2003, 1,60 e 1,85, respectivamente, tem uma redução interessante a partir de 2004. Do mesmo modo a CELPA após trazer valores elevados, de 2,23 em 1995 e 1,71 em 1996, consegue mantê-los baixos nos anos seguintes, representando um melhor desempenho após sua privatização. Outra empresa que também destaca indicadores mais elevados antes da privatização foi a ELETROPAULO, com 1,23 em 1995 e 1996. De 1997 em diante, seus índices reduzem chegando a 0,67 em 2004, o que demonstra uma melhora após a privatização. (TABELA 5).

Tabela - 5 Imobilização dos Recursos Permanentes

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	2,23	1,71	0,96	0,76	0,72	0,71	0,83	0,81	0,66	0,59	0,63	0,59	0,67	0,73	0,58
CELPE	ND	0,78	0,73	0,81	0,76	0,79	0,70	0,52	0,57	0,42	0,41	0,49	0,51	0,58	0,61
CEMAR	ND	ND	ND	1,01	0,86	0,86	1,06	1,60	1,85	0,71	0,65	0,69	0,65	0,67	0,62
CEMAT	1,23	1,22	0,77	0,73	0,75	0,72	0,79	0,70	0,64	0,53	0,73	0,64	0,60	0,68	0,74
COELBA	1,03	0,88	0,96	1,17	0,96	0,79	0,75	0,66	0,87	0,62	0,53	0,59	0,69	0,72	0,86
COELCE	1,01	1,00	0,96	0,93	0,94	0,98	1,01	0,78	0,80	0,78	0,78	0,88	1,02	1,01	0,95
COSERN	0,99	0,86	1,04	1,00	0,98	0,49	0,50	0,51	0,40	0,36	0,35	0,41	0,42	0,51	0,63
ELETROPAULO	1,23	1,23	0,95	0,86	0,90	0,93	0,84	0,86	0,86	0,67	0,73	0,73	0,72	0,75	0,82
ENERSUL	0,87	1,01	1,03	0,83	0,79	0,83	0,85	0,72	0,63	0,68	0,69	0,58	0,62	0,59	0,62
MÉDIA	1,23	1,09	0,92	0,90	0,85	0,79	0,81	0,79	0,81	0,60	0,61	0,62	0,66	0,69	0,71

A CEMAT trouxe um valor próximo a ELETROPAULO em 1995, de 1,22, mas após 2006 a baixa de seus indicadores foi mais acentuada, chegando a 0,53 em 2004. A redução de seus indicadores após a privatização representa um melhora nesse indicador. A COELBA atinge 1,17 no ano de 1998, logo após sua privatização, mas em 1999 já reduz tal valor para 1,01. Nos anos subsequentes mantém valores

ND – Não disponível.

inferiores a este, o que denota um resultado superior ao anterior à privatização (GRÁFICO 7).

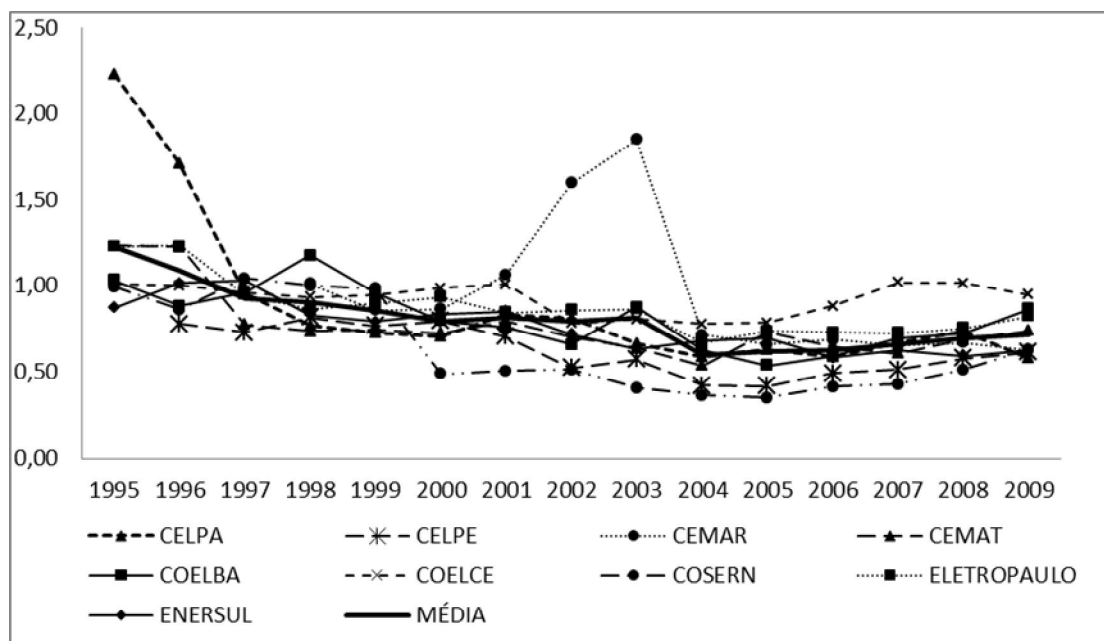


Gráfico 7: Imobilização dos Recursos Permanentes

Sem grandes variações e com uma média menor de valores aparecem CELPE, COSERN e ENERSUL. Elas têm índices um pouco mais elevados no início e conseguem reduzi-los ao longo dos anos. O maior valor obtido pela COSERN foi 1,04 no ano 1997, já a CELPE alcança 0,81 em 1998 e a ENERSUL 1,03 em 1997. Tais empresas têm melhores índices após suas respectivas privatizações.

Seguindo uma tendência diferente a das empresas relatadas, aparece a COELCE. Ela mostra uma elevação mais significativa de seus índices nos últimos anos. Mesmo assim, apenas em 2007 o indicador foi superior aos dos dois anos anteriores à privatização, foi de 1,02. O que demonstra que mesmo com a elevação notada, a gestão dos recursos ligados a esse indicador é semelhante à de antes da privatização.

Percebe-se uma tendência de redução do indicador “Imobilização de Recursos Permanentes” após a privatização, significando uma melhor gestão dos recursos próprios com um maior excedente para outros investimentos.

### 3.1.6 Análise Global dos Índices de Estrutura de Capital

Nesta seção é lembrado o desempenho de cada índice de Estrutura de Capital antes e após a privatização da amostra de empresas em estudo e, por fim, é analisado o desempenho geral desse grupo de índices quanto ao evento privatização.

É interessante mencionar que análise geral de cada índice de Estrutura de Capital parte da análise individual do comportamento de cada empresa frente a tal indicador. A fim de realizar esta análise individual é considerado para cada empresa o seu respectivo ano de privatização com o intuito de se analisar o antes e depois da privatização. Os percentuais mostrados na sequência desta seção são calculados com base na união das conclusões a cerca do desempenho apresentado por cada empresa.

Conforme relatado os índices de estrutura de capital evidenciam a situação financeira da empresa, isto é, apontam os grandes caminhos das decisões financeiras em termos de obtenção e aplicação de recursos e também como se encontra o nível de endividamento. E para os autores pesquisados, generalizando, pode-se afirmar que tais índices são analisados da forma quanto menor, melhor.

O índice “Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio” compara a quantidade de capitais de terceiros adquiridos pela empresa, com o capital próprio investido pelos acionistas. A análise de tal indicador aponta valores com discrepâncias mais significativas em relação à CEMAR nos anos de 2001, 2002 e 2003 e à CEMAT em 1996. As demais companhias apresentam variações próximas. A média desse indicador começa a aumentar a partir do ano de 2000, ou seja, após todas as privatizações terem ocorrido. Contudo, é interessante lembrar que a contribuição para o aumento desse indicador pode ser atribuída aos financiamentos concedidos pelo BNDES O banco investiu R\$ 22 bilhões entre janeiro de 1995 a outubro de 2003.

Com isso, verifica-se que 67% da amostra (6 empresas) aumenta esse índice após a privatização, enquanto 22% (2 empresas) diminuem e 11% (1 empresa) mantém uma gestão parecida desse indicador após a privatização (TABELA 6).

Tabela - 6 Análise dos Índices de Estrutura de Capital

	Diminui	Mantém	Aumenta
Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio	22%	11%	67%
Composição do Endividamento	44%	33%	22%
Endividamento Geral	0%	22%	78%
Imobilização do Capital Próprio	56%	33%	11%
Imobilização de Recursos Permanentes	89%	11%	0%

O índice de Composição do Endividamento relaciona as dívidas de curto prazo com as dívidas totais. Sua análise demonstra que as empresas apresentam oscilações ao longo de todo o período estudado, destacando-se a CELPE por mostrar por mais vezes índices elevados. As tendências evidenciadas com a privatização se mostram mais divididas, se comparado aos demais índices. Nota-se que 45% (4 empresas) da amostra em estudo melhora a gestão deste indicador após a privatização, 33% (3 empresas) mantém uma gestão parecida e 22% (2 empresas) tem uma piora em seus indicadores (TABELA 6). No geral, a análise de todas as empresas constata uma melhora após a privatização.

Já o índice de Endividamento Geral evidencia quão endividada está a empresa, por meio da relação dos ativos adquiridos com recursos emprestados, indicando assim, o grau de alavancagem da empresa. A análise de tal indicador mostra oscilações menores ao longo do período estudado se comparado às variações dos demais índices. Sua média constata sucessivos aumentos até 2003 e então, o início de uma redução gradual.

Contudo fica claro uma tendência de elevação de tal indicador após a privatização, apesar de algumas exceções, o que se justifica com os financiamentos a baixo custo oferecidos pelo BNDES no período de 1995-2003. Verifica-se que 78% (7 empresas) das empresas da amostra aumentam tal indicador após a privatização, enquanto 22% (2 empresas) delas conseguem diminuir seu grau de endividamento (TABELA 6).

O índice de Imobilização do Capital Próprio determina quanto do “Patrimônio Líquido” foi investido no “Ativo Permanente”. Por meio da análise realizada se percebe três empresas, em momentos isolados, com índices mais altos: CEMAT, CEMAR e CELPA. O restante das empresas não demonstra oscilações tão grandes se comparado a tais empresas. Fica evidente que 56% (5 empresas) das empresas melhoram a gestão do índice de Imobilização do Capital Próprio, enquanto 33% (3

empresas) mantém uma gestão semelhante antes e após a privatização. Já 11% (1 empresa) piora o desempenho desse indicador (TABELA 6).

A “Imobilização de Recursos Permanentes” mede quanto dos passivos totais está financiando os ativos permanentes. Os índices mais discrepantes na análise estão relacionados à CEMAR e a CELPA. Percebe-se uma tendência de redução desse indicador após a privatização, significando uma melhor gestão dos recursos próprios com um maior excedente para outros investimentos. Constatase que 89% (8 empresas) das empresas da amostra melhoram o desempenho desse indicador após a privatização e 11% (1 empresa) mantém um desempenho semelhante ao anterior à privatização (TABELA 6).

Agrupando os resultados obtidos nos índices de Estrutura de Capital analisados, pode-se verificar que os indicadores “Capital de Terceiros sobre Capital Próprio” e “Endividamento Geral” têm seus desempenhos inferiores aos de antes da privatização. Ao passo que os índices de “Imobilização de Recursos Permanentes”, “Imobilização do Capital Próprio” e “Composição do Endividamento” evidenciam uma melhora. Resultando em 60% (3 índices) de tais indicadores com melhor desempenho após a privatização e 40% (2 índices) com pior desempenho (GRÁFICO 8).

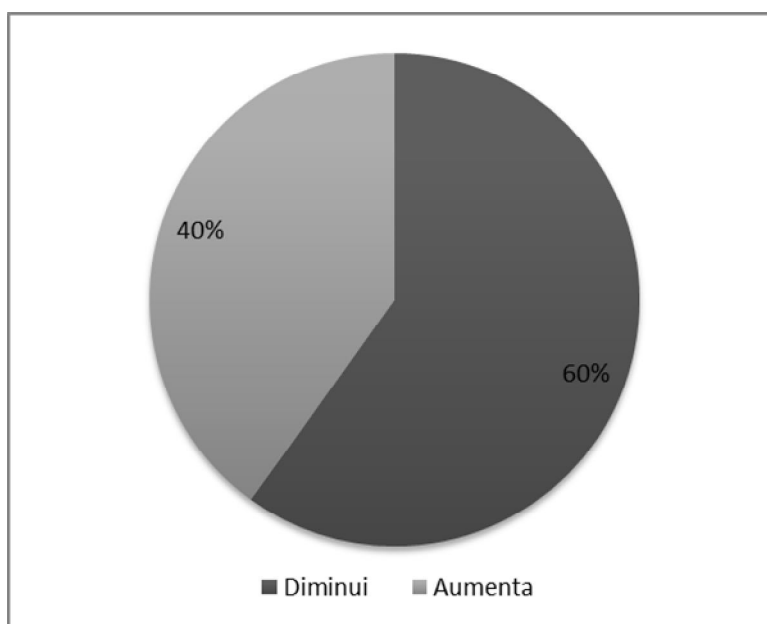


Gráfico 8: Análise geral dos índices de Estrutura de Capital

Não se pode afirmar que as empresas que simplesmente evidenciam menores valores nos Índices de Estrutura de Capital estejam em melhor situação se comparada às que tiveram seus valores aumentados após a privatização. Visto que são apenas indicadores observados isoladamente num dado momento, sem a comparação com aspectos que afetam a liquidez. Contudo, pode-se considerar que a privatização teve efeitos positivos sobre os índices de Estrutura de Capital das empresas estudadas, o que era objeto deste trabalho.

### 3.2 ÍNDICES DE RESULTADOS

Nesta seção é apresentada a análise isolada para cada índice de resultado, seguido pelo seu fechamento. Por fim, é exposta a verificação global dos índices de estrutura de capital e de resultado.

#### 3.2.1 Margem Bruta

A Margem Bruta mensura quanto sobra de cada venda após a empresa ter pagado por seus produtos. Quanto maior o índice, melhor para a empresa que terá um maior lucro para cada R\$1,00 de Receita Líquida.

A análise desse índice fica prejudicada para as empresas CELPE, CEMAR, COELBA, COELCE, COSERN e ENERSUL. Visto que nos anos em que tais empresas apresentam índice 1 elas não trazem o valor do “Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos” na Demonstração do Resultado do Exercício e nem esclarecem tão fato em suas notas explicativas. Desta forma, esse indicador evidencia que toda “Receita Operacional Líquida” da empresa se transforma em “Lucro Bruto” por não ter custos (GRÁFICO 9).

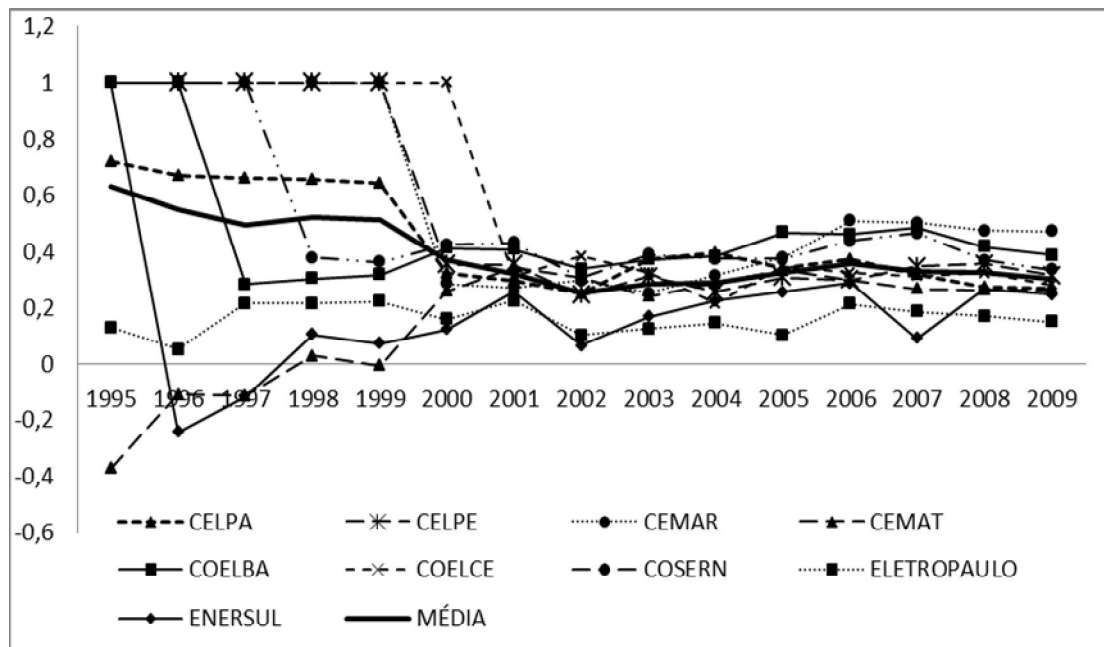


Gráfico 9: Margem Bruta

A CEMAT supera seus valores negativos nos primeiros anos e consegue indicadores mais elevados a partir de 2000. Em 2001 ela chega a 0,34, um bom resultado se comparado a 1995 quando fica negativo em -0,37, o que representa uma melhora após a privatização. A ENERSUL também supera os valores negativos possuídos até a privatização, desconsiderando o ano de 1995 por ter apresentado índice 1, já explicado anteriormente. Contudo, seus indicadores sofrem mais oscilações após 1997, variando de 0,29 em 2006 para 0,09 em 2007, por exemplo, mesmo assim, são superiores aos anteriores à privatização.

Com valores inferiores as demais empresas, a ELETROPAULO mostra uma redução nos últimos anos. Seu maior índice foi 0,22 em 1999 e 2001, mas chega a obter 0,05 em 1996 e 0,10 em 2002 e 2005. Segundo tais variações, a ELETROPAULO não apresenta uma tendência que possa ser relacionada à sua privatização. O pior resultado fica por conta da CELPA que reduz de forma acentuada seus indicadores após 1999. Passa de 0,66 em 1997 para 0,25 em 2002, a maior variação entre as empresas estudadas para esse indicador. Por isso, seu desempenho foi inferior após a privatização.

Quanto às empresas CELPE, CEMAR, COELBA, COELCE, COSERN a análise relacionada às suas respectivas privatizações está prejudicada. Se considerado como não existindo os custos nos anos em que seus indicadores apontam 1,00,



todas essas empresas apresentam um desempenho pior após a privatização (TABELA 7).

Tabela - 7 Margem Bruta

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	0,67	0,66	0,67	0,65	0,64	0,32	0,29	0,25	0,37	0,40	0,34	0,37	0,32	0,27	0,27
CELPE	ND	ND	0,06	0,11	0,15	0,35	0,35	0,24	0,31	0,26	0,31	0,30	0,35	0,36	0,31
CEMAR	ND	ND	ND	1,00	1,00	0,29	0,27	0,30	0,25	0,31	0,38	0,51	0,50	0,47	0,47
CEMAT	-0,37	-0,11	-0,11	0,03	-0,01	0,26	0,34	0,31	0,24	0,29	0,33	0,30	0,27	0,26	0,26
COELBA	1,00	1,00	1,00	0,32	0,33	0,42	0,41	0,33	0,37	0,38	0,47	0,46	0,48	0,42	0,39
COELCE	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,31	0,38	0,32	0,21	0,35	0,32	0,31	0,32	0,28
COSERN	1,00	1,00	1,00	0,38	0,36	0,42	0,43	0,31	0,39	0,37	0,38	0,44	0,47	0,37	0,33
ELETRIPAULO	0,13	0,05	0,21	0,21	0,22	0,16	0,22	0,10	0,12	0,14	0,10	0,21	0,18	0,17	0,15
ENERSUL	1,00	-0,24	-0,12	0,10	0,07	0,12	0,26	0,06	0,17	0,22	0,26	0,29	0,09	0,26	0,25
MÉDIA	0,63	0,48	0,46	0,42	0,42	0,37	0,32	0,25	0,28	0,29	0,32	0,36	0,33	0,32	0,30

A CELPE apresenta o índice 1,00 até 1999, ano de sua privatização. Já em 2000 esse valor diminui para 0,35 e nos anos seguintes as variações foram próximas a este valor. Tal diminuição após a privatização relata uma piora desse indicador. A CEMAR também apresenta índice 1,00 até 1999 e no ano de sua privatização passa para 0,29. Percebe-se que até 2004 seus índices sofrem oscilações próximas a este valor e a partir de 2005 consegue elevar os valores, chegando a 0,51. Seu menor valor foi 0,25 em 2003. Logo é visível um desempenho inferior da CEMAR após a privatização.

A COELBA obtém indicador 1,00 nos anos de 1995 e 1996 e no ano de sua privatização, 1997 mostra seu menor valor 0,28. Nos anos posteriores os índices ficam próximos ao 0,42 alcançados em 2008. A COSERN apresenta índice 1,00 até 1997, a partir deste ano suas variações ficam em torno de 0,38, índice obtido em 2005. Como a empresa explicita em suas demonstrações contábeis que não teve custo sobre seus serviços prestados ou produtos vendidos nos dois primeiros anos, o desempenho de tal indicador piora após sua privatização. Entretanto, os índices da Enersul a partir de 1997 ficaram equilibrados, não apresentaram grandes oscilações até 2009. Já a COELCE mostra índice 1,00 por mais tempo, até o ano de 2000. De 2001 em diante seus índices ficam em torno de 0,32.

Como a maioria da amostra das empresas evidencia que toda “Receita Operacional Líquida” da empresa se transforma em “Lucro Bruto” nos primeiros anos do estudo, a análise geral de todo o grupo demonstra que os desempenhos pioram após a privatização.

ND – Não disponível.

### 3.2.2 Margem Operacional

A “Margem Operacional” é analisada da forma quanto maior, melhor, pois considera quanto resta após todos os custos e despesas operacionais. Na análise realizada se constata que os menores valores referentes a tal índice, ao longo do período estudado, referem-se às empresas CEMAT, CEMAR, ENERSUL e CELPA.

Com exceção de 2001, a CEMAT obtém indicadores negativos até 2004, com destaque para 1996 quando chegou a -0,76. A partir de 2005 eles ficam positivos, mas baixos. Percebe-se que uma melhora em tal índice se dá após a privatização da CEMAT, sendo que consegue mantê-lo positivo depois de 2004. A ENERSUL mostra oscilações ao longo de todos os anos, seu menor índice é de -0,62 em 1996 (GRÁFICO 10).

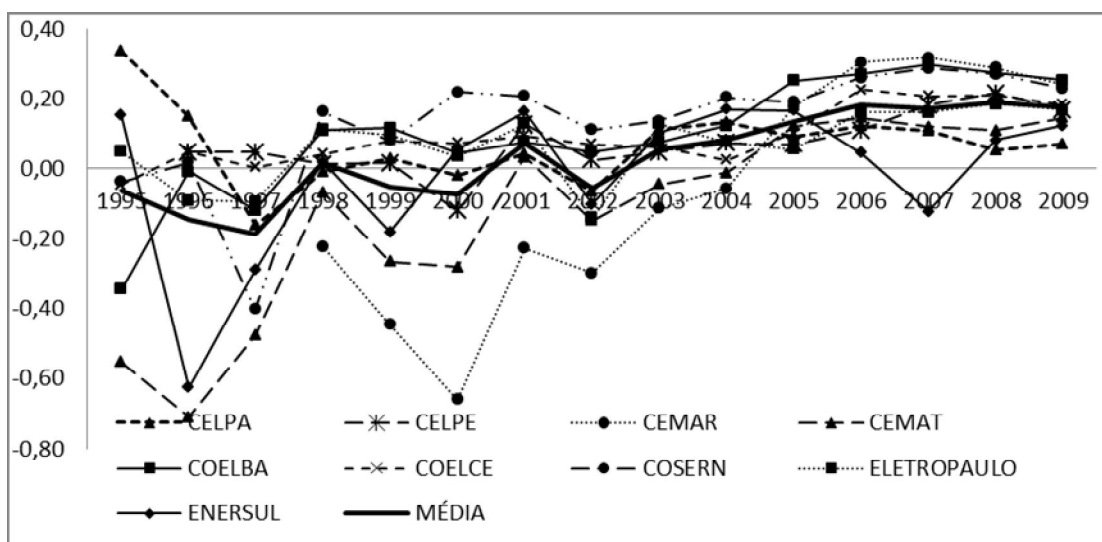


Gráfico 10: Margem Operacional

Os valores negativos também apareceram nos anos de 1999, 2002 e 2007, onde obtém -0,18, -0,10, -0,12, respectivamente. Não é possível perceber uma tendência para ENERSUL nesse indicador após a privatização. A CELPA tem seu menor índice -0,16 em 1997, enquanto o maior é 0,34 em 1995. Após 2002 os valores são positivos, porém baixos. Dessa forma, a média dos índices da CELPA antes da privatização é 0,11, enquanto após a privatização reduz para 0,06, demonstrando uma piora após tal evento. Os menores indicadores do ano de 2008 são da CELPA e da ENERSUL, com 0,05 e 0,08, respectivamente.

Mesmo com indicadores negativos até 2004, a CEMAR consegue bons desempenhos após esse ano, sendo causados pelo aumento de sua “Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços” a partir de 2004. Ela passa de um índice de -0,66 em 2000 para 0,32 em 2007, demonstrando uma melhora desse indicador após a privatização. A ELETROPAULO obtém -0,09 em 1996 e 1997, após sua privatização tem um indicador negativo apenas em 2002, nos demais anos os valores não são muito altos, o maior é 0,19 em 2008. Sendo assim, é notada a melhora após a privatização. A CELPE apresenta um índice negativo apenas no ano subsequente a sua privatização e se destacou somente nos dois últimos anos com os valores 0,18 e 0,22. Esta é outra empresa que tem esse indicador melhorado após a privatização (TABELA 8).

Tabela - 8 Margem operacional

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	0,15	-0,16	-0,16	-0,01	0,03	-0,02	0,04	-0,06	0,11	0,13	0,09	0,12	0,11	0,05	0,07
CELPE	ND	ND	0,05	0,01	0,02	-0,12	0,13	0,03	0,05	0,07	0,07	0,11	0,18	0,22	0,17
CEMAR	ND	ND	ND	-0,22	-0,45	-0,66	-0,23	-0,30	-0,11	-0,06	0,18	0,31	0,32	0,29	0,24
CEMAT	-0,55	-0,71	-0,48	-0,07	-0,26	-0,28	0,03	-0,15	-0,04	-0,01	0,12	0,15	0,12	0,11	0,15
COELBA	-0,34	-0,01	0,13	-0,01	-0,09	0,10	0,09	0,05	0,08	0,12	0,25	0,27	0,30	0,28	0,25
COELCE	-0,05	0,05	0,00	0,04	0,08	0,07	0,09	0,07	0,06	0,02	0,10	0,23	0,21	0,21	0,18
COSERN	-0,04	0,02	-0,40	0,16	0,08	0,22	0,21	0,11	0,14	0,20	0,19	0,26	0,29	0,27	0,23
ELETROPAULO	0,05	-0,09	-0,09	0,11	0,10	0,03	0,13	-0,14	0,13	0,08	0,06	0,16	0,16	0,19	0,17
ENERSUL	0,15	-0,62	-0,29	0,02	-0,18	0,05	0,16	-0,10	0,10	0,17	0,17	0,05	-0,12	0,08	0,12
MÉDIA	-0,09	-0,22	-0,16	0,00	-0,07	-0,07	0,07	-0,05	0,06	0,08	0,14	0,18	0,17	0,19	0,18

Os melhores resultados ao longo dos anos são tidos pelas empresas COELBA, COELCE e COSERN. Os indicadores baixos mostrados pela COELBA nos primeiros anos são superados pela sua elevação após 2004. O aumento dos índices nos últimos anos de deveu às despesas operacionais não terem crescido proporcionalmente a evolução da receita líquida. Seu maior índice é 0,30 em 2007 e o menor -0,34 em 1995. Tal empresa apresenta uma tendência de aumentar esse indicador após a privatização. A COELCE apresenta apenas um índice negativo de -0,05 em 1995 e consegue um significativo aumento desse indicador a contar 2006, onde obtém 0,23. Também é percebida uma tendência de melhora após a privatização. A COSERN mostra índices elevados por mais períodos, alcançou valores iguais ou superiores a 0,20 em seis anos. Após sua privatização, o menor indicador atingido é 0,08 em 1999. Sua melhora após a privatização é evidente.

Por meio da análise do índice de Margem Operacional, nota-se que a maioria das empresas melhorou o desempenho de tal indicador após a privatização. Com exceção da ENERSUL que apresenta desempenho semelhante antes e após a privatização e da CELPA, que tem uma redução em seus índices.

### 3.2.3 Margem Líquida

A Margem Líquida evidencia qual é o retorno que a empresa obtém frente ao que consegue gerar de receitas. Quanto maior este índice, melhor. Pode-se perceber que as empresas CEMAT e CEMAR mostraram indicadores discrepantes em períodos isolados, as demais empresas evidenciaram oscilações semelhantes ao longo período estudado.

Entre os melhores desempenhos desse indicador aparece a COELBA. Ela apresenta antes da privatização, índices negativos de (0,37) e (0,39). Após a privatização consegue melhorar seus resultados e alcançar 0,26 em 2008, seu maior índice no período estudado. De maneira semelhante, a COSERN tem valores negativos até sua privatização. Depois disso os mantem sempre acima de zero, apenas com uma baixa mais significativa em 2002 ao atingir 0,07. Seu maior índice também é atingido em 2008. A CEMAR mantém índices baixos ou negativos até 2004, com destaque para os valores -0,59, -0,62, -0,33 nos respectivos anos de 2000, 2001 e 2002. A partir desse ano seus valores melhoraram, denotando uma melhor gestão dos recursos envolvidos nesse índice, mesmo que tardia, após sua privatização (TABELA 9).

Tabela - 9 Margem Líquida

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	0,16	-0,17	-0,16	0,26	0,07	-0,03	0,02	-0,06	0,07	-0,12	0,09	0,08	0,10	0,03	0,09
CELPE	ND	0,08	0,10	0,10	0,10	-0,06	0,14	0,01	0,08	0,05	0,08	0,12	0,16	0,21	0,17
CEMAR	ND	ND	ND	0,02	-0,30	-0,59	-0,62	-0,33	-0,13	-0,06	0,54	0,22	0,20	0,23	0,17
CEMAT	-0,64	-1,23	0,17	0,01	-0,16	-0,24	0,01	-0,16	-0,06	0,02	0,15	0,08	0,09	0,07	0,12
COELBA	-0,37	-0,39	0,12	0,17	-0,07	0,10	0,12	0,06	0,09	0,17	0,22	0,21	0,22	0,26	0,24
COELCE	-0,06	0,01	0,05	0,05	0,13	0,12	0,13	0,09	0,09	0,03	0,12	0,19	0,14	0,18	0,16
COSERN	-0,04	0,01	-0,47	0,36	0,12	0,20	0,22	0,07	0,12	0,21	0,19	0,22	0,23	0,27	0,23
ELETROPAULO	0,04	0,02	-0,14	-0,14	0,10	0,05	0,10	-0,15	0,01	0,00	-0,02	0,05	0,10	0,14	0,13
ENERSUL	0,13	-0,66	-0,33	0,51	-0,13	0,03	0,10	-0,22	0,02	0,13	0,19	0,07	-0,08	0,08	0,08
MÉDIA	-0,11	-0,29	-0,08	0,15	-0,02	-0,05	0,02	-0,08	0,03	0,05	0,17	0,14	0,13	0,16	0,16

ND – Não disponível.

A COELCE mostra índices mais elevados após a privatização. Apesar de ter obtido 0,03 em 2004, o restante dos indicadores são bons, chegando a 0,19 em 2007. Suas maiores oscilações após a privatização ocorreram no período de 2002 a 2004, os demais anos apresentaram índices em torno do 0,14 obtido em 2007. O valor mais discrepante é alcançado pela CEMAT em 1996, -1,23. Tal empresa denota um desempenho superior após 2003, mesmo assim não consegue indicadores muito elevados, os maiores são 0,15 em 2005 e 0,12 em 2009. Contudo, percebe-se uma tendência de melhora após a privatização para a CEMAT (GRÁFICO 11).

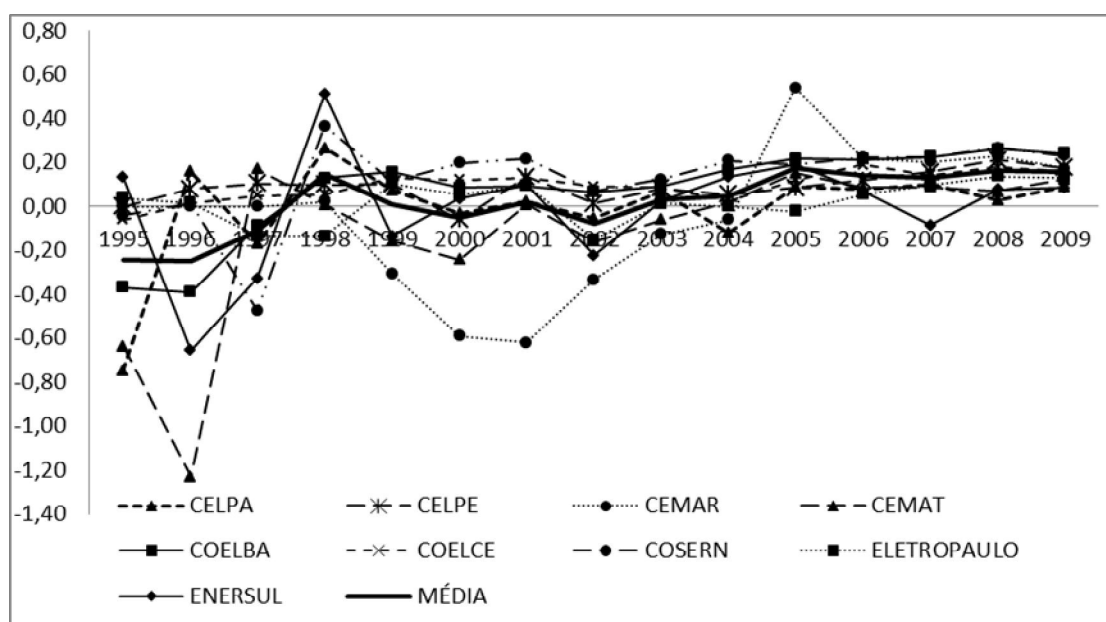


Gráfico 11: Margem Líquida  
Fonte: Elaboração própria

Já a CELPE não mostra grandes variações ao longo dos anos estudados, apenas em 2000 quando tem um prejuízo líquido atinge -0,06 e em 2001 quando seu lucro líquido é mais baixo. No restante dos anos os indicadores se mantêm bons, chegando a 0,21 em 2008. Seu desempenho é melhor após a privatização, ficando mais evidente de 2006 em diante. A CELPA apresenta seu melhor índice, 0,26, no ano de sua privatização, seguido por 0,16 em 1996. Entretanto, antes de sua privatização também alcança seu valor mais baixo, -0,75. Tais fatos mostram que não há um aprimoramento significativo da gestão dos elementos envolvidos em tal índice, após a privatização. A ELETROPAULO obtém resultados ruins antes e após a privatização. Seus menores indicadores são -0,15 em 2002 e -0,14 nos anos 2003 e 2004. A ENERSUL mostra oscilações ao longo do período estudado, não

ND – Não disponível.

destacando uma tendência. Seu menor índice é -0,66 em 1996 e o maior 0,51 em 1998.

A análise da Margem Líquida denota uma tendência de elevação após a privatização um pouco tardia, pois é a partir de 2005 que ficou mais evidente uma melhora simultânea em seus índices, com exceção de uma ou outra empresa.

### 3.2.4 Retorno sobre o Investimento Total

O Retorno sobre o Investimento Total mede a eficiência global da empresa em produzir lucros com seus ativos disponíveis, logo quanto maior for o rendimento sobre o total dos ativos, melhor. A análise de tal índice mostra empresas com valores próximos, apesar dos cinco momentos em que algumas empresas têm indicadores discrepantes frente ao grupo.

A privatização garantiu melhores resultados para a COSERN quanto ao Retorno sobre o Investimento Total. Seu pior índice é de - 0,27 em 1997, ano de sua privatização. Nos anos posteriores seus resultados são bons, principalmente nos anos de 1998 e 2008, quando atinge 0,22 e 0,16, respectivamente. A COELCE iniciou com o valor negativo de -0,02 em 1995, mas após sua privatização seus indicadores melhoram, apesar de ter obtido 0,02 em 2004. Seus maiores indicadores, 0,12, 0,10 e 0,13, 0,12 são alcançados nos respectivos anos de 2006, 2007, 2008 e 2009 (TABELA 10).

Tabela - 10 Retorno sobre o Investimento Total

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	-0,18	0,05	-0,07	0,10	0,02	-0,01	0,01	-0,02	0,03	-0,05	0,03	0,02	0,03	0,01	0,03
CELPE	ND	0,08	0,06	0,05	0,06	-0,04	0,08	0,01	0,04	0,03	0,04	0,07	0,09	0,14	0,12
CEMAR	ND	ND	ND	0,01	-0,08	-0,19	-0,27	-0,15	-0,06	-0,04	0,33	0,12	0,11	0,11	0,08
CEMAT	-0,11	-0,30	0,04	0,00	-0,05	-0,09	0,00	-0,06	-0,03	0,01	0,08	0,03	0,04	0,03	0,05
COELBA	-0,09	-0,14	0,05	0,09	-0,03	0,05	0,07	0,03	0,04	0,08	0,14	0,13	0,15	0,19	0,18
COELCE	-0,02	0,01	0,03	0,03	0,05	0,05	0,06	0,04	0,04	0,02	0,08	0,12	0,10	0,13	0,12
COSERN	-0,01	0,01	-0,27	0,22	0,06	0,11	0,11	0,03	0,07	0,09	0,10	0,12	0,13	0,16	0,14
ELETROPAULC	0,01	0,01	-0,05	-0,05	0,05	0,03	0,06	-0,07	0,01	0,00	-0,01	0,03	0,06	0,08	0,09
ENERSUL	0,02	-0,12	-0,08	0,15	-0,04	0,01	0,05	-0,08	0,01	0,07	0,11	0,03	-0,03	0,04	0,04
MÉDIA	-0,05	-0,05	-0,04	0,07	0,01	-0,01	0,02	-0,03	0,02	0,02	0,10	0,08	0,07	0,10	0,10

ND – Não disponível.

Os indicadores negativos da COELBA de -0,09 e -0,14 nos anos de 1995 e 1996 são parcialmente corrigidos após sua privatização, visto que em 1999 voltou a ter um índice negativo de -0,03. Mesmo assim, seu desempenho é melhor após a privatização, chegou a atingir 0,19 em 2008 frente ao -0,14 e 1996. A CEMAR obtém indicadores baixos até 2004 devido aos prejuízos líquidos sequentes, sendo o menor valor -0,27 em 2001. Com o lucro líquido alcançado de 2005 em diante seus índices são superiores, chegando a 0,33 neste mesmo ano. Logo seus indicadores são melhorados gradativamente após sua privatização, mas sem apresentar uma tendência consistente quanto a tal evento. A ELETROPAULO não tem tantos indicadores negativos quanto a CEMAR, além de seus valores negativos após a privatização ter sido mais espaçados. Depois de privatizada seus valores se mantiveram razoáveis, com exceção a 2002, 2004 e 2005 quando seus indicadores marcaram -0,08, zero e -0,02, respectivamente. A ELETROPAULO também obtém uma melhora em seus indicadores após sua privatização (GRÁFICO 12).

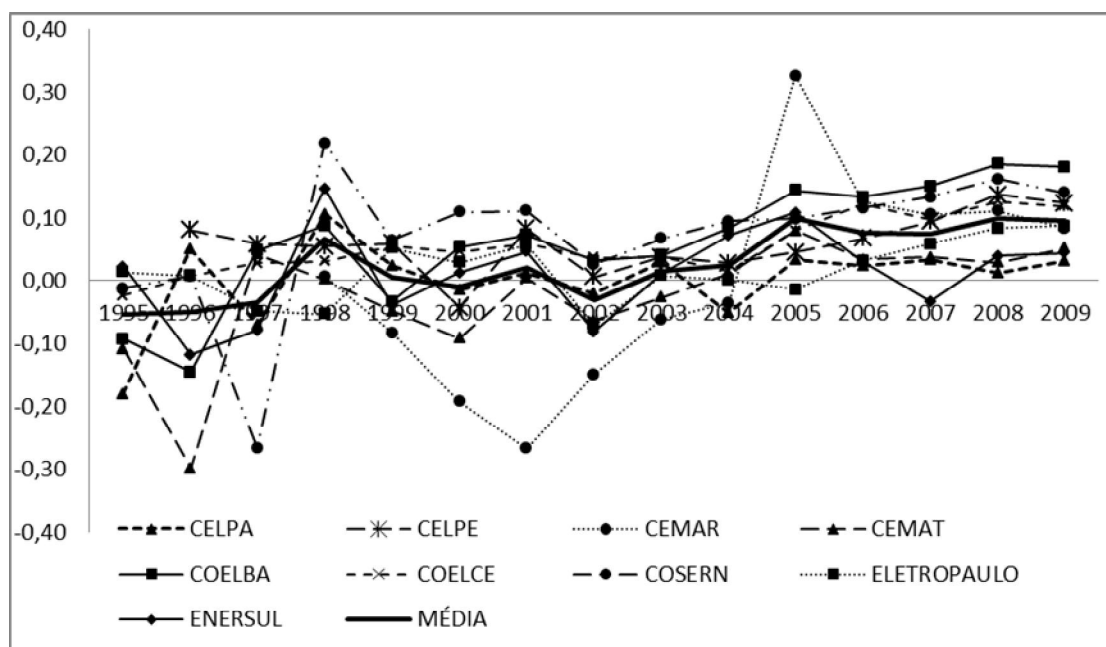


Gráfico 12: Retorno sobre o Investimento Total

As oscilações mostradas pela CELPE ao longo do período estudado não são discrepantes, seguiram valores próximos às demais empresas. Seu único valor negativo é -0,04 em 2000, mas em 2001 já se elevou para 0,08. A partir de 2004 se percebe um aumento gradual dos indicadores, atingindo 0,14 em 2008. Os índices dos primeiros anos após a privatização diminuíram, e apenas superaram os

anteriores à privatização em 2007, 2008 e 2009. A CELPA mostra indicadores negativos, mas não contínuos, até 2004. Ao longo de todo período estudado ela sofreu variações geralmente pequenas, obtendo em 2008 o menor índice do ano, se comparado às demais empresa, 0,01. No ano de 1995 a CELPA atinge seu menor índice -0,18. Ficou evidente uma leve melhora após sua privatização.

A CEMAT consegue melhorar seu desempenho após a privatização. Seus índices são bem baixos até 2004, sendo o menor, de -0,30 registrados em 1996. O valor mais elevado obtido pela CEMAT é de 0,08 em 2005, mas logo após diminui novamente. A ENERSUL também mostra variações ao longo dos anos. Seu menor indicador é -0,12 em 1996 e o maior 0,15 em 1998. Não se pode observar uma tendência quanto a esse indicador em relação à privatização da ENERSUL.

A análise do índice de Retorno sobre o Investimento Total evidencia uma pequena melhora após a privatização, principalmente depois de 2005.

### **3.2.5 Rentabilidade do Capital Próprio**

Como o índice “Rentabilidade do Capital Próprio” mede o retorno sobre o investimento dos proprietários, quanto maior for o retorno, melhor será para os proprietários. Na análise deste indicador se verificou que as empresas CEMAR, COSERN e CEMAT mostram valores mais discrepantes em alguns períodos, as demais empresas apresentaram variações mais próximas.

A COELBA apresenta índices mais elevados após a privatização, apesar de obter -0,07 em 1999. A partir de 2005 seus valores são maiores que das demais empresas, obtendo 1,01, 0,71, 0,76 e 1,00 nos anos de 2005, 2006, 2007 e 2008, respectivamente. Em 1999 tal indicador da COELBA marca 0,83. De maneira semelhante é o desempenho da COELCE, que mostra um aumento significativo de 2005 em diante. Passa de 0,03 em 2004 para 0,35 em 2005, tem seu maior índice 0,62 em 2006. A CELPE tem seu desempenho melhorado após sua privatização. Seus indicadores sofrem um aumento mais significativo após 2004, alcançando 0,55 em 2008. Antes de 2005 tal empresa mostra variações em seus indicadores, passa de -0,08 a 0,14 de 2000 a 2001 e reduz para 0,01 em 2002 (GRÁFICO 13).



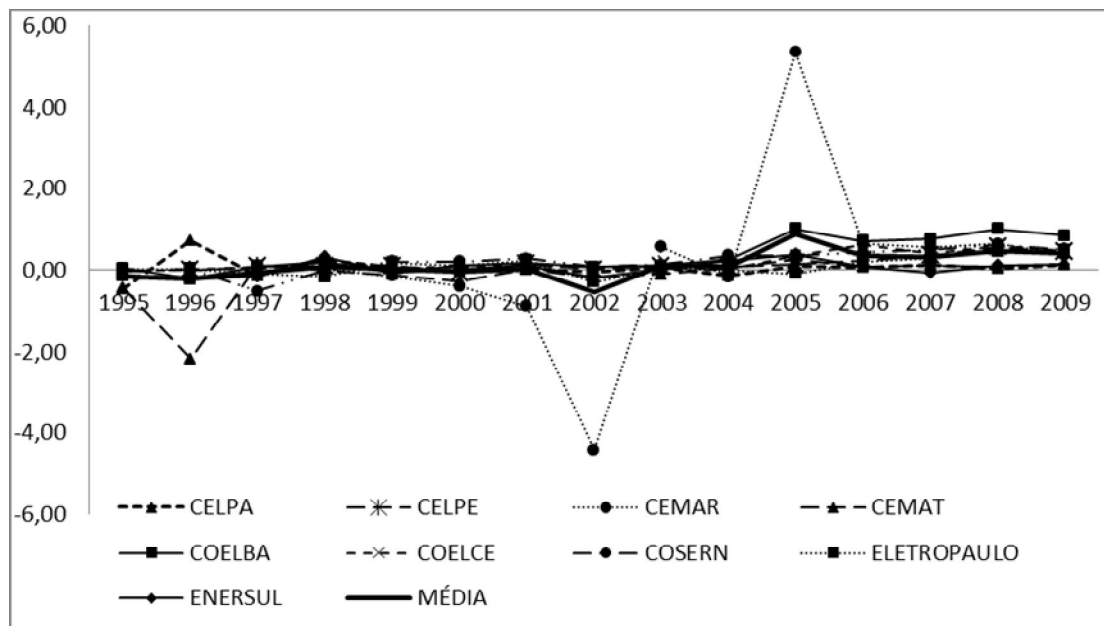


Gráfico 13: Rentabilidade do Capital Próprio

Os valores mais baixos apresentados pela COSERN ocorreram antes de sua privatização, -0,03 e 0,01 nos anos de 1995 e 1996. Ela obtém um desempenho melhor após sua privatização em 1997, visto que seus indicadores passam a ser positivos e aumentam, atingindo 0,63 em 2008. Seu indicador mais discrepante é 2,18 em 1998. Ficou evidente um melhor desempenho após a privatização. Os indicadores mais discrepantes de “Rentabilidade do Capital Próprio” são da CEMAR, -4,43 em 2002 e 5,35 em 2005. Ela obtém indicadores negativos em quatro anos: - 0,15 em 1999; -0,40 em 2000; -0,89 em 2001; -4,43 em 2002; e -0,17 em 2004. Após este ano seus índices melhoraram, igualando-se ao da COSERN em 2008, 0,63 (TABELA 11).

Tabela - 11 Rentabilidade do Capital Próprio

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CELPA	-0,48	0,73	-0,13	0,23	0,05	-0,03	0,02	-0,05	0,07	-0,15	0,09	0,07	0,12	0,04	0,12
CELPE	ND	0,00	0,09	0,10	0,11	-0,08	0,14	0,01	0,10	0,07	0,14	0,24	0,35	0,55	0,45
CEMAR	ND	ND	ND	0,01	-0,15	-0,40	-0,89	-4,43	0,57	-0,17	5,35	0,64	0,55	0,63	0,37
CEMAT	-0,45	-2,17	0,11	0,00	-0,12	-0,27	0,01	-0,18	-0,10	0,05	0,25	0,09	0,10	0,08	0,15
COELBA	-0,14	-0,22	0,09	0,20	-0,07	0,11	0,17	0,08	0,11	0,25	1,01	0,71	0,76	1,00	0,83
COELCE	-0,04	0,01	0,05	0,07	0,06	0,07	0,11	0,08	0,09	0,03	0,35	0,62	0,40	0,59	0,47
COSERN	-0,03	0,01	-0,52	0,00	0,20	0,21	0,28	0,07	0,13	0,36	0,36	0,42	0,49	0,63	0,51
ELETROPAULO	0,03	0,02	-0,08	-0,17	0,17	0,10	0,24	-0,29	0,04	0,00	-0,09	0,20	0,27	0,45	0,48
ENERSUL	0,04	-0,21	-0,16	0,33	-0,07	0,02	0,10	-0,18	0,03	0,22	0,38	0,08	-0,08	0,11	0,13
MÉDIA	-0,15	-0,23	-0,07	0,09	0,02	-0,03	0,02	-0,54	0,12	0,08	0,87	0,34	0,33	0,45	0,39

ND – Não disponível.

A ELETROPAULO mostra oscilações até 2005 em seus índices, a partir de 2006 obtém constantes aumentos, chegando a 0,48 em 2009. Seu menor indicador é -0,29 em 2002. Apesar das oscilações, percebe-se que a ELETROPAULO tem indicadores melhores após a privatização.

A CEMAT apresenta seus indicadores mais baixos antes de sua privatização, -0,45 e -2,17 nos respectivos anos de 1995 e 1996. Após sua privatização seus indicadores ainda sofrem oscilações significativas, mas ficam mais elevados do que os anteriores. Seu maior indicador é 0,25 em 2005. A CELPA também demonstra oscilações ao longo de todos os anos, sendo seus valores mais discrepantes -0,48 e 0,73 nos anos de 1995 e 1996. Seu maior índice é 0,23 no ano de sua privatização. Os valores após a privatização têm variações menores, mas não demonstram uma tendência ao certo. Da mesma forma, a ENERSUL não deixa evidente uma tendência após sua privatização. Seus indicadores sofreram variações ao longo dos anos, sendo o menor valor -0,21 em 1996 e o maior 0,38 em 2005.

Analisando-se todas as empresas em relação ao índice de Rentabilidade do Capital Próprio, verifica-se uma tendência dos indicadores aumentarem após a privatização. Tal aumento é mais significativo a partir do ano de 2005. As oscilações são mais discrepantes em três momentos, mas aparecem em outros anos numa menor intensidade.

### **3.2.6 Análise Global dos Índices de Resultados**

Nesta seção é lembrado o desempenho de cada índice de Resultado antes e após a privatização da amostra de empresas em estudo e, com base nisto, é analisado o desempenho geral desse grupo de índices quanto ao evento privatização.

Faz-se necessário ressaltar que análise geral de cada índice partiu da análise individual do comportamento de cada empresa frente a tal indicador. Para realizar esta análise individual é considerado para cada empresa o seu respectivo ano de privatização a fim de se analisar o antes e depois da privatização. Os percentuais mostrados na sequência desta seção são calculados com base na união das conclusões a cerca do desempenho apresentado por cada empresa.

Como explicado anteriormente os índices de Resultados abordados evidenciam a rentabilidade obtida pelo Capital investido na entidade. Eles mensuram quanto uma empresa está sendo lucrativa por meio dos capitais investidos e do rendimento de seus investimentos e, qual o resultado econômico da empresa. São geralmente avaliados da forma quanto maior, melhor.

O índice de Margem Bruta mensura quanto sobra de cada venda após a empresa ter pago por seus produtos. Como a maioria das empresas evidencia que toda “Receita Operacional Líquida” da empresa se transformou em “Lucro Bruto” nos primeiros anos do estudo, a análise geral de todo o grupo demonstra que os desempenhos pioram após a privatização. De maneira mais detalhada 67% (6 empresas) apresentam piora em tal indicador após a privatização, 22% (2 empresas) demonstram melhora e 11% (1 empresa) mantêm variações parecidas ao longo do período estudado (TABELA 12).

Tabela - 12 Análise dos Índices de Rentabilidade

	Aumenta	Mantém	Diminui
Margem Bruta	22%	11%	67%
Margem Operacional	78%	11%	11%
Margem Líquida	67%	22%	11%
Rentabilidade do Capital Próprio	78%	22%	0%
Retorno sobre o Investimento Total	67%	33%	0%

O índice de Margem Operacional considera quanto resta após todos os custos e despesas operacionais. Percebe-se que 78% (7 empresas) das empresas da amostra com melhoras no desempenho de tal indicador após a privatização, 11% (1 empresa) com desempenho semelhante ao longo de todo o período e 11% (1 empresa) com desempenho inferior após a privatização (TABELA 12).

Na análise realizada da ‘Margem Operacional’ se constata que os menores valores referentes a tal índice, ao longo do período estudado, referem-se às empresas CEMAT, CEMAR, ENERSUL e CELPA. Nota-se que a maioria das empresas melhorou o desempenho de tal indicador após a privatização, com exceção da ENERSUL que apresenta desempenho semelhante antes e após a privatização e da CELPA, que tem uma redução em seus índices.

A “Margem Líquida” evidencia qual é o retorno que a empresa obtém frente ao que consegue gerar de receitas. Nota-se que as empresas CEMAT e CEMAR apresentaram indicadores se destacando das demais empresas em períodos

isolados, as demais empresas evidenciaram oscilações semelhantes ao longo período estudado. A análise deste indicador mostra um aumento dos valores após a privatização, contudo tal elevação ficou mais evidente após 2005. Verifica-se que 67% (6 empresas) das empresas elevaram seus indicadores após a privatização, 22% (2 empresas) conseguiram manter valores próximos durante todo o período e 11% (1 empresa) delas pioraram o desempenho com a privatização (TABELA 12).

O índice de Retorno sobre o Investimento Total mensura a eficiência global da empresa em produzir lucros com seus ativos disponíveis. Sua análise evidencia empresas com valores próximos, apesar dos cinco momentos em que algumas empresas tiveram indicadores discrepantes frente ao grupo. Nota-se uma pequena melhora após a privatização, principalmente depois de 2005. Assim, constatou-se que 67% (6 empresas) das empresas apresentaram alguma melhora após a privatização, enquanto 33% (3 empresas) mantiveram um desempenho semelhante para esse indicador ao longo do período estudado (TABELA 12).

O indicador Rentabilidade do Capital Próprio mensura o retorno sobre o investimento dos proprietários na empresa. Pode-se verificar que 78% (7 empresas) das empresas conseguiram aumentar esse índice após a privatização e 22% (2 empresas) mantiveram valores parecidos ao longo dos anos (TABELA 12).

Percebeu-se que as oscilações são mais discrepantes em três momentos, mas apareceram em outros anos numa menor intensidade. A análise da Rentabilidade do Capital Próprio evidencia um maior retorno sobre o investimento dos proprietários das empresas após a privatização. Tal aumento é mais significativo a partir do ano de 2005.

A análise dos indicadores de Resultados demonstrou uma tendência de melhora após a privatização das empresas em estudo, com exceção do índice de Margem Bruta, onde seis das nove empresas apresenta diminuição do indicador. O que representa 80% (4 índices) dos índices de Resultados sofrendo elevação após a privatização, enquanto 20% (1 índice) demonstraram piora (GRÁFICO 14).

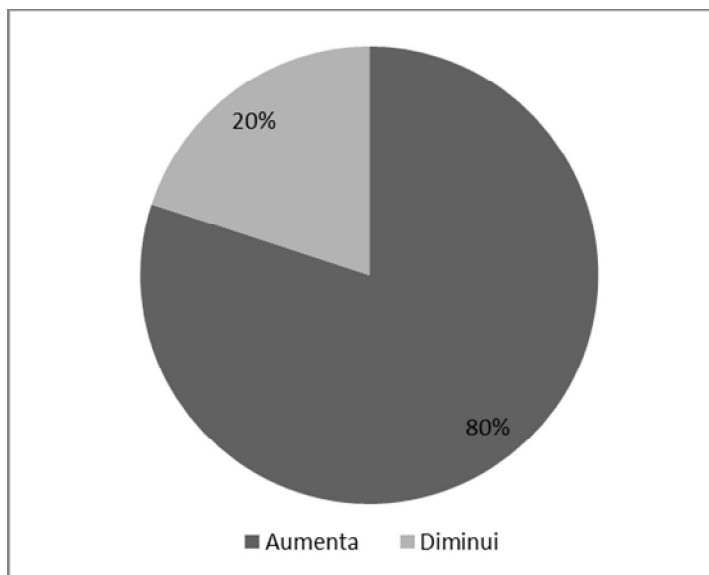


Gráfico 14: Análise geral dos índices de Resultados

Observa-se que a maioria das empresas consegue elevar a lucratividade em suas vendas após a privatização, apesar do indicador Margem Bruta ter se mostrado distorcido nos primeiros anos. As taxas de retorno representadas pelos indicadores Retorno sobre o Investimento Total e Rentabilidade do Capital Próprio também evidenciaram um aumento na rentabilidade das empresas após a privatização. Essa melhora nos resultados tem contribuição da elevação das vendas ao longo do período estudado e da transferência de parte desta elevação para o lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido das empresas. Pode-se considerar que a privatização tem efeitos positivos sobre os índices de Resultados das empresas estudadas.

### 3.2.7 Análise conjunta dos Índices de Estrutura de Capital e Índices de Resultados

Esta seção traz uma análise conjunta dos índices de Estrutura e Capital e de Resultados baseada nos resultados apresentados na análise global de cada grupo de indicadores. Inicialmente é realizada uma análise de cada grupo e por fim, a análise conjunta dos dois grupos.

Conforme demonstrado, a amostra de empresas em estudo apresenta efeitos positivos da privatização sobre os índices de Estrutura de Capital, pois dentre os

cinco índices analisados, três evidenciam melhoras após a tal evento. Apesar do indicador “Endividamento Geral” aumentar ao longo do período em estudo, evidenciando que as empresas se encontram mais endividadas, o índice “Composição do Endividamento” indica que as dívidas de curto prazo diminuem, possibilitando mais tempo para gerarem recursos para saldá-las. Além disso, pode-se considerar tal fato bom para as empresas especialmente porque parte das dívidas são com o BNDES e o retorno do investimento é maior que o custo do capital. Assim como as dívidas totais se elevam, o índice “Capital de Terceiros sobre Capital Próprio” aumenta após a privatização, evidenciando uma maior dependência a terceiros por parte da empresa.

Ainda em relação a “Estrutura de Capital”, o índice “Imobilização do Capital Próprio” indica que as empresas estão investindo menos os recursos do “Patrimônio Líquido” no “Ativo Permanente”, sobrando mais recursos próprios para o “Ativo Circulante”. Tal fato pode ser relacionado à diminuição do indicador “Composição do Endividamento”, pois com esse excedente de recursos próprios para o circulante as empresas não precisam contrair tantas dívidas de curto prazo. A diminuição do indicador “Imobilização dos Recursos Permanentes” após a privatização indica que o capital próprio e os passivos em longo prazo estão sendo suficientes para financiar os ativos permanentes das empresas, sem a necessidade de utilizar passivos circulantes para financiá-los.

Os índices de Resultados apresentam um desempenho superior aos de Estrutura de Capital, pois quatro daqueles indicadores melhoram após a privatização, enquanto destes apenas três demonstram um desempenho superior. Quanto aos índices de Resultados apenas a “Margem Bruta” tem indicadores melhores antes da privatização, os demais mostraram indicadores menores. O índice Margem Operacional indica que após a privatização as empresas aumentam seu ganho puro nas operações, pois esse indicador desconsidera quaisquer receitas e despesas financeiras e tampouco o imposto de renda.

A eficiência global das empresas também é aperfeiçoada após a privatização. Tal fato deve-se aos melhores indicadores de “Margem Líquida” e “Retorno sobre o Investimento Total” após a privatização. O acréscimo nos índices de Margem Líquida evidencia uma maior eficiência por parte das empresas em transformar suas vendas líquidas em Lucro Líquido. Já o indicador “Retorno sobre o Investimento Total” aponta como as empresas geraram mais lucros com os ativos disponíveis.

A comparação entre todos os índices, tanto de Estrutura de Capital quanto de Resultados, revela que 70% (7 índices) têm desempenhos superiores após a privatização, enquanto 30% (3 índices) mostram valores piores depois da privatização (GRÁFICO 25).

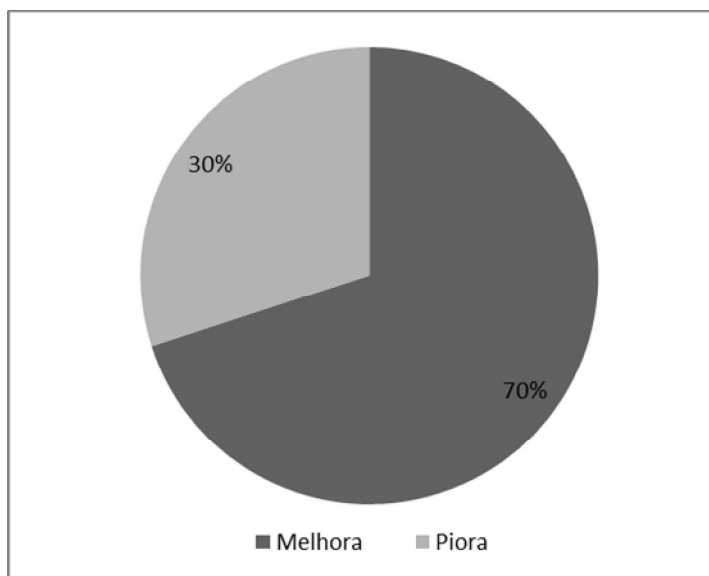


Gráfico 15: Análise conjunta dos índices de Estrutura de Capital e de Resultados

A análise dos indicadores de Resultados demonstra que a maioria das empresas consegue elevar a lucratividade de suas vendas e a rentabilidade após a privatização. O que pode ter gerado mais recursos monetários para as empresas. Tais recursos podem ter contribuído para diminuição das dívidas de curto prazo, evidenciada por meio da análise da Estrutura de Capital. E também para a melhor relação construída após a privatização dos capitais de terceiros com os recursos próprios da empresa. Visto que as empresas diminuem a utilização de passivos de curto prazo para financiar os ativos permanentes.

Logo, pode-se perceber que as empresas sofreram efeitos positivos da privatização sobre sua Estrutura de Capital e Resultados.

#### 4 CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS

O início da privatização dos serviços de energia elétrica teve entre seus argumentos a ineficiência do Estado em exercer atividade de natureza econômica. Ainda são pouco divulgados os reais resultados de tais privatizações no âmbito econômico e financeiro das distribuidoras de energia elétrica. Sabe-se que a análise das demonstrações contábeis é uma forma proveitosa de se obter informações importantes sobre a posição econômica e financeira de uma empresa.

Assim, a contribuição desse trabalho foi a de apresentar a possibilidade de utilizar os indicadores de Estrutura de Capital de Resultados para auxiliar na compreensão do desempenho econômico e financeiro antes e após a privatização das distribuidoras de energia elétrica brasileiras.

Entre as dúvidas relacionadas ao processo de privatização está o fato de saber se houve uma real melhora da gestão das empresas que sofreram tal processo. A problemática deste trabalho questionava: “qual o efeito da privatização na estrutura de capital e na de resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil?”. Análise das demonstrações contábeis da amostra de empresas estudada apontou que as mesmas sofreram efeitos positivos da privatização sobre sua estrutura de capital e de resultados.

A análise dos indicadores de Resultados demonstrou que a maioria das empresas consegue elevar a lucratividade de suas vendas e a rentabilidade após a privatização. Já a análise dos indicadores de Estrutura de Capital evidencia uma diminuição das dívidas de curto prazo, assim como uma melhor relação dos capitais de terceiros com os recursos próprios da empresa. Visto que a empresa diminuiu a utilização de passivos de curto prazo para financiar os ativos permanentes, além de ter diminuído a participação do capital próprio no financiamento dos ativos permanentes. O ponto negativo apresentado foi o aumento do endividamento total das empresas após a privatização, com maior participação das dívidas em longo prazo, pois de curto prazo mostraram uma redução ao longo do período em estudo.

O objetivo geral proposto mencionava: “verificar o efeito da privatização na estrutura de capital e resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil”. A resposta é consoante a da questão problema, os efeitos das



privatizações foram no geral positivos na estrutura de capital de resultados das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil.

Quanto ao primeiro objetivo específico: “identificar os índices econômico-financeiros das empresas” o trabalho apresenta os índices de Estrutura de Capital de Resultados da amostra de empresas. Eles foram calculados com base nas demonstrações contábeis constantes no site da BM&FBOVESPA.

O segundo objetivo específico mencionava: “analisar comparativamente o desempenho dos índices antes e depois da privatização”. A comparação dos índices foi realizada e permitiu a visualização do desempenho das empresas antes e depois da privatização. Pode-se observar que as empresas no geral tiveram seus índices melhorados após serem privatizadas.

No terceiro objetivo constava: “verificar com base nos indicadores identificados, como a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas do setor de distribuição de energia elétrica se portaram no período de 1995 a 2009, frente à privatização”. Após o término das análises dos indicadores pode-se verificar que estrutura de capital e de resultados respondeu de maneira satisfatória a privatização, isto por meio da análise do período de 1995 a 2009.

Logo, todos os objetivos propostos foram alcançados ou respondidos, assim como a questão problema foi atingida. Notou-se que o setor de distribuição de energia elétrica no Brasil respondeu de maneira satisfatória à privatização quanto ao âmbito econômico e financeiro, no tocante da estrutura de capital e de resultados.

Para futuros trabalhos sugere-se: a análise de outros grupos de índices antes e após a privatização das empresas do setor de energia elétrica; verificar se os investimentos em estruturas para ampliação das redes de distribuição de energia foram maiores após a privatização; verificar se a qualidade dos serviços prestados pelas distribuidoras foi superior após a privatização; a análise das demonstrações contábeis de empresas de outros setores da economia brasileira que sofreram privatização.

## REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA. Busca. Privatização de Distribuidoras de Energia Elétrica. **Tabela: Concessionárias Distribuidoras atuantes no Brasil.** Disponível em: <[http://www.google.com.br/search?hl=pt-BR&q=Tabela+2.5+%E2%80%93+Concession%C3%A1rias+Distribuidoras+atuantes+no+Brasil.+ANEEL&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs\\_rfai=](http://www.google.com.br/search?hl=pt-BR&q=Tabela+2.5+%E2%80%93+Concession%C3%A1rias+Distribuidoras+atuantes+no+Brasil.+ANEEL&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs_rfai=)> Acesso em 30 mar. 2010.

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA. **Relatório ANEEL 10 anos.** Disponível em: <[http://www.aneel.gov.br/arquivos/PDF/Aneel\\_10\\_Anos.pdf](http://www.aneel.gov.br/arquivos/PDF/Aneel_10_Anos.pdf)> Acesso em 15 maio 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços:** um enfoque econômico-financeiro comércio e serviços, industriais, bancos comerciais e múltiplos. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF Neto. **Estrutura e Análise de Balanço.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006. p.320

BANDEIRA, Fausto de Paula Menezes. **O processo de privatização no setor elétrico nacional.** Disponível em: <[http://apache.camara.gov.br/portal/arquivos/Camara/internet/publicacoes/estnottec/ema16/2005\\_11233.pdf](http://apache.camara.gov.br/portal/arquivos/Camara/internet/publicacoes/estnottec/ema16/2005_11233.pdf)> Acesso em: 11 jul. 2009.

BERZIN, Ivan. A **desnacionalização do setor elétrico brasileiro nos anos 1990.** In: IX Encontro Nacional de Economia Política, 2004, Uberlândia-MG. Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política, 2004

BIBLIEX. **A Energia Elétrica no Brasil:** da primeira lâmpada à Eletrobrás. Rio de Janeiro: Biblioteca do Exército, 1977. 154 v. (Coleção General Benício).

BIONDI, Aloysio. **O Brasil privatizado:** um balanço do desmonte do Estado. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2003.

BM&FBOVESPA (Ed.). **Demonstrações Financeiras.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 25 mar. 2009.

BNDES. **Privatização.** Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/privatizacao/resultados/federais/federal.asp>> Acesso em 25 mar. 2009.

BRAGA, Hugo Rocha. **Demonstrações Contábeis:** Estrutura, análise e interpretação. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989. 408 p.

BRASIL. Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007.

BRASIL. Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976.

CFC (Org.). **Quadro Comparativo das Leis 6.404/76 e Lei 11.638/07 e MP 449/08**. Disponível em: <[http://www.cfc.org.br/uparq/Quadros\\_Comparativos-6404\\_11638\\_MP %20449.pdf](http://www.cfc.org.br/uparq/Quadros_Comparativos-6404_11638_MP%20449.pdf)>. Acesso em: 25 jun. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação 594, de 15 de setembro de 2009.

DIAS, Renato Feliciano. CENTRO DA MEMORIA DA ELETRICIDADE NO BRASIL. **Panorama do setor de energia elétrica no Brasil**. Rio de Janeiro: Centro da Memória da Eletricidade no Brasil, 1988. 333p.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal. **A privatização no setor elétrico**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/ocde/ocde06.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2009.

FERREIRA, Ricardo J. Comentários às mudanças contábeis na Lei nº 6.404/76 – MP nº 449/08. Disponível em: <[http://www.editoraferreira.com.br/publique/media/toq97\\_ricardo-ferreira.pdf](http://www.editoraferreira.com.br/publique/media/toq97_ricardo-ferreira.pdf)>

FIGUEIREDO, Breno Pinto. **Estratégias competitivas e modelos de gestão empresarial no setor elétrico brasileiro**. 1999. 56 f. Monografia (MBA. em Energia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1999.

Fregonesi, Mariana Simões Ferraz Do Amaral et all. **Análise da estrutura de capital das usinas brasileiras de açúcar e álcool**. 1º Workshop do Observatório do Setor Sucroalcooleiro. Disponível em: <<http://www.observatoriodacana.org/files/Estrutura%20de%20Capital.pdf>> Acesso em 01 out. 2010.

GASTALDO, Marcelo Machado. **Histórico da regulamentação do setor elétrico**. Revista O Setor Elétrico. Jan. 2009. Disponível em: <[http://www.osetoelettrico.com.br/ose/assets/2c688ee8/ed.36\\_fasciculo\\_capitulo\\_1\\_direito\\_em\\_energia\\_eletrica.pdf](http://www.osetoelettrico.com.br/ose/assets/2c688ee8/ed.36_fasciculo_capitulo_1_direito_em_energia_eletrica.pdf)>. Acesso em: 11 maio 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991. 153p.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 206p.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006. 610p.

GOLDENBERG, José; PRADO, Luiz Tadeu Siqueira. Reforma e crise do setor elétrico no período FHC. **Tempo Social**, São Paulo, v.15, n. 2, 2003. Disponível em: <<http://www.fflch.usp.br/sociologia/temposocial/site/images/stories/edicoes/v152/v15n2a08.pdf>> Acesso em: 12 maio 2009.

GOMES, Antônio Claret S. et al. **O Setor Elétrico**. 21 p. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro\\_setorial/setorial14.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_setorial/setorial14.pdf)>. Acesso em: 22 jun. 2009.

HENDRIKSEN, Eldon S., BRENDA; Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDICIBUS, Sergio de. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1981. 352p.

IUDICIBUS, Sergio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável também as demais sociedades. São Paulo: Atlas, 2006. 646p

LEAL, Cláudio Figueiredo Coelho. **Ágios, Envelopes e Surpresas**: Uma Visão Geral da Privatização das Distribuidoras Estaduais de Energia Elétrica. 33 p. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1004.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1004.pdf)>. Acesso em: 22 jun. 2009.

MARTINS, Rosilda Baron. **Metodologia científica**: como tornar mais agradável a elaboração de trabalhos acadêmicos. Curitiba: Juruá, 2004. 277 p.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial: como avaliar empresas, análise da gestão de caixa, análise de gestão de lucro, desempenho da diretoria. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. 471p.

MATARAZZO, Dante Carmine, **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 459 p.

PAUL, Gustavo. **Por que privatizar?** Disponível em: <[http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD\\_SITE=35&COD\\_RECURSO=211&URL\\_RETORNO=http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0880/economia/m0115553.html](http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD_SITE=35&COD_RECURSO=211&URL_RETORNO=http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0880/economia/m0115553.html)>. Acesso em: 11 maio 2009.

PEREZ JR. José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração das demonstrações contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PIRES, José Claudio Linhares. **Desafios da reestruturação do setor elétrico brasileiro**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/Td-76.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2009.

PIRES, José Claudio Linhares. **O processo de reformas do setor elétrico brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.6, n.12, p.137-168, dez. 1999. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1206.pdf>>. Acesso em: 19 mai. 2009.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/publi\\_04/COLECAO/PLANDI2.HTM](http://www.planalto.gov.br/publi_04/COLECAO/PLANDI2.HTM) > Acesso em: 15 maio 2009.

RICHARDSON, R. (coord.) et al. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1989.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 308 p.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses**. São Paulo: Atlas, 2003. 181p.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; TRISTÃO, Gilberto. **Contabilidade básica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVA, Marcos Barros et. all. **Introdução à contabilidade**. Disponível em: <<http://www.scribd.com/doc/19655168/ContabilidadeIntrodutoriarevisada>> Acesso em 01 out. 2010.

STICKNEY, Clyde P.; Weil, Roman L. **Contabilidade Financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos**. Tradução de José Evaristo dos Santos. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

WEYGANDT, Jerry J. ; KIESO, Donald E.; KIMMEL, Paul D. **Contabilidade Financeira**. Tradução de Ezaide Carvalho da Silva, José Luiz Paravato. Rio de Janeiro: LTC, 1005.

YIN, Robert, K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 212 p.















CEMAR												
	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003	31/12/2002	31/12/2001	31/12/2000	31/12/1999	31/12/1998
<b>Ativo Total</b>	<b>2.547.673,00</b>	<b>2.226.490,00</b>	<b>1.884.445,00</b>	<b>1.532.618,00</b>	<b>1.310.993,00</b>	<b>895.499,00</b>	<b>859.143,00</b>	<b>836.598,00</b>	<b>794.251,00</b>	<b>813.627,00</b>	<b>854.415,00</b>	<b>867.478,00</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>872.489,00</b>	<b>692.776,00</b>	<b>621.989,00</b>	<b>471.974,00</b>	<b>404.227,00</b>	<b>349.176,00</b>	<b>271.617,00</b>	<b>238.169,00</b>	<b>179.062,00</b>	<b>102.590,00</b>	<b>150.271,00</b>	<b>187.077,00</b>
Disponibilidades	357.467,00	271.538,00	276.039,00	199.443,00	154.297,00	143.723,00	62.995,00	25.115,00	2.723,00	18,00	29.704,00	4.017,00
Clientes	328.248,00	300.918,00	241.807,00	168.122,00	161.418,00	148.399,00	218.065,00	230.483,00	211.240,00	138.897,00	114.931,00	104.269,00
Créditos Diversos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	5.520,00	8.212,00	4.332,00	8.235,00	3.358,00	2.806,00	6.094,00	3.778,00	8.175,00	4.427,00	2.739,00	1.406,00
Outros	181.254,00	112.108,00	99.811,00	96.174,00	85.204,00	54.248,00	(15.537,00)	(21.207,00)	(43.076,00)	(39.752,00)	2.897,00	77.385,00
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>402.294,00</b>	<b>407.544,00</b>	<b>390.648,00</b>	<b>335.461,00</b>	<b>277.749,00</b>	<b>42.486,00</b>	<b>38.892,00</b>	<b>40.353,00</b>	<b>41.133,00</b>	<b>139.170,00</b>	<b>117.278,00</b>	<b>65.539,00</b>
Créditos Diversos	402.294,00	407.544,00	390.648,00	335.461,00	16.538,00	19.350,00	25.262,00	-	-	-	-	-
Créditos com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	261.211,00	23.136,00	13.630,00	40.353,00	41.133,00	139.170,00	117.278,00	65.539,00
<b>Ativo Permanente</b>	<b>1.272.890,00</b>	<b>1.126.170,00</b>	<b>871.808,00</b>	<b>725.183,00</b>	<b>628.967,00</b>	<b>503.837,00</b>	<b>548.634,00</b>	<b>558.076,00</b>	<b>574.056,00</b>	<b>570.867,00</b>	<b>586.866,00</b>	<b>614.862,00</b>
Investimentos	221,00	221,00	221,00	221,00	221,00	34,00	-	-	135,00	238,00	246,00	6.587,00
Imobilizado	1.222.616,00	1.078.496,00	830.125,00	690.612,00	628.746,00	503.803,00	548.634,00	558.076,00	573.921,00	570.629,00	586.620,00	608.275,00
Intangível	50.053,00	47.453,00	41.462,00	34.350,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Passivo Total</b>	<b>2.547.673,00</b>	<b>2.226.490,00</b>	<b>1.884.445,00</b>	<b>1.532.618,00</b>	<b>1.310.993,00</b>	<b>895.499,00</b>	<b>859.143,00</b>	<b>836.598,00</b>	<b>794.251,00</b>	<b>813.627,00</b>	<b>854.415,00</b>	<b>867.478,00</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>500.138,00</b>	<b>540.921,00</b>	<b>543.872,00</b>	<b>475.428,00</b>	<b>350.723,00</b>	<b>189.713,00</b>	<b>562.603,00</b>	<b>487.435,00</b>	<b>253.231,00</b>	<b>152.411,00</b>	<b>168.670,00</b>	<b>259.104,00</b>
Empréstimos e Financiamentos	140.513,00	81.076,00	31.036,00	38.824,00	25.520,00	31.887,00	227.758,00	200.107,00	131.561,00	81.409,00	82.121,00	132.567,00
Debêntures	7.814,00	12.455,00	9.637,00	6.417,00	6.263,00	6.785,00	34.476,00	2.772,00	2.099,00	-	-	-
Fornecedores	166.755,00	183.526,00	172.153,00	157.579,00	117.306,00	71.648,00	163.218,00	141.141,00	60.747,00	29.255,00	22.854,00	35.283,00
Impostos, Taxas e Contribuições	32.290,00	38.139,00	80.851,00	40.887,00	55.541,00	40.653,00	28.366,00	19.327,00	16.109,00	16.538,00	29.067,00	50.206,00
Dividendos a Pagar	58.612,00	140.583,00	172.594,00	164.900,00	84.833,00	-	-	-	-	-	-	-
Provisões	8.891,00	15.188,00	21.314,00	13.825,00	18.492,00	14.027,00	7.747,00	4.709,00	4.030,00	6.763,00	6.497,00	3.254,00
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	73.697,00	87.404,00	-	-	-	-
Outros	85.263,00	69.954,00	56.287,00	52.996,00	42.768,00	24.713,00	27.341,00	31.975,00	38.685,00	18.446,00	28.131,00	37.794,00
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>1.317.791,00</b>	<b>1.096.359,00</b>	<b>835.547,00</b>	<b>602.411,00</b>	<b>533.378,00</b>	<b>550.726,00</b>	<b>443.067,00</b>	<b>442.690,00</b>	<b>513.726,00</b>	<b>419.866,00</b>	<b>284.710,00</b>	<b>183.060,00</b>
Empréstimos e Financiamentos	801.639,00	682.416,00	476.280,00	538.147,00	455.100,00	426.665,00	188.879,00	195.723,00	241.391,00	249.905,00	201.095,00	105.180,00
Debêntures	267.300,00	267.300,00	267.300,00	11.098,00	17.458,00	23.165,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00	-	-	-
Provisões	2.886,00	11.667,00	31.184,00	35.285,00	47.487,00	61.362,00	48.549,00	-	-	-	-	-
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	245.966,00	134.976,00	60.783,00	17.881,00	13.333,00	39.534,00	55.639,00	96.967,00	122.335,00	169.961,00	83.615,00	77.880,00
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>729.744,00</b>	<b>589.210,00</b>	<b>505.026,00</b>	<b>454.779,00</b>	<b>426.892,00</b>	<b>155.060,00</b>	<b>(146.527,00)</b>	<b>(93.527,00)</b>	<b>27.294,00</b>	<b>241.350,00</b>	<b>401.035,00</b>	<b>425.314,00</b>
Capital Social Realizado	310.278,00	252.513,00	157.727,00	157.622,00	155.000,00	667.118,00	512.049,00	512.049,00	512.049,00	512.049,00	512.049,00	464.139,00
Reservas	419.466,00	336.697,00	347.299,00	297.157,00	271.892,00	184.896,00	7.304,00	7.304,00	7.304,00	7.304,00	7.304,00	7.304,00
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros/Prejuízos Acumulados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	-	-	-	-	-	(696.954,00)	(665.880,00)	(612.880,00)	(492.059,00)	(278.003,00)	(118.318,00)	(46.129,00)





## APÊNDICE B - Demonstração do Resultado do Exercício padronizada de cada empresa da amostra

ENERSUL															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.363.968	1.283.411	1.080.743	1.159.081	1.142.213	927.938	748.491	561.042	593.239	444.776	366.309	314.757	282.742	234.682	152.260
Deduções da Receita Bruta	(432.774)	(383.172)	(387.506)	(414.022)	(270.992)	(226.810)	(184.906)	(136.654)	(109.724)	(102.070)	(83.705)	(69.178)	(61.274)	(60.766)	-
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	931.094	900.239	693.237	745.059	871.221	701.128	563.585	424.388	483.515	342.706	282.604	245.579	221.468	173.916	152.260
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(701.129)	(662.645)	(630.881)	(530.315)	(648.101)	(543.947)	(470.116)	(397.176)	(359.715)	(301.140)	(262.260)	(220.040)	(247.241)	(216.120)	-
Resultado Bruto	229.965	237.594	62.356	214.744	223.120	157.181	93.469	27.212	123.800	41.566	20.344	25.539	(25.773)	(42.204)	152.260
Despesas/Receitas Operacionais	(115.844)	(164.805)	(146.176)	(181.136)	(78.799)	(38.110)	(35.472)	(70.065)	(45.631)	(23.319)	(71.182)	(20.899)	(38.103)	(66.479)	(129.172)
Resultado Operacional	114.121	72.789	(83.820)	33.608	144.321	119.071	57.997	(42.853)	78.169	18.247	(50.838)	4.640	(63.876)	(108.683)	23.088
Resultado Não Operacional	(7.102)	(27.729)	(2.983)	2.484	(803)	(10.600)	(24.845)	(57.305)	(3.296)	688	(873)	(7.488)	(8.184)	(5.671)	(3.307)
Resultado Antes Tributação/Participações	107.019	45.060	(86.803)	36.092	143.518	108.471	33.152	(100.158)	74.873	18.935	(51.711)	(2.848)	(72.060)	(114.354)	19.781
Provisão para IR e Contribuição Social	(18.979)	(14.442)	(595)	(15.707)	(19.585)	(14.688)	(19.259)	7.115	(26.860)	(6.177)	13.908	128.100	-	-	335
IR Diferido	(17.627)	579	29.342	1.172	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	(1.733)	(531)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	10.000	38.000	-	28.803	40.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	(1.068)	(1.043)	(1.016)	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	78.680	68.666	(58.056)	50.360	163.933	93.783	13.893	(94.111)	46.970	11.742	(37.803)	125.252	(72.060)	(114.354)	20.116

ELETROPAULO															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	12.628.750	11.750.535	11.306.322	11.168.600	11.153.702	9.981.035	8.649.213	7.635.995	7.307.345	6.094.771	5.121.961	4.540.853	4.540.853	6.472.644	5.758.616
Deduções da Receita Bruta	(4.578.851)	(4.220.675)	(4.113.474)	(4.316.892)	(2.856.935)	(2.586.985)	(2.217.290)	(1.854.625)	(1.419.442)	(1.462.846)	(1.258.334)	(1.061.793)	(1.061.793)	(1.653.959)	(1.465.626)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	8.049.899	7.529.860	7.192.848	6.851.708	8.296.767	7.394.050	6.431.923	5.781.370	5.887.903	4.631.925	3.863.627	3.479.060	3.479.060	4.818.685	4.292.990
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(6.858.140)	(6.262.570)	(5.867.244)	(5.398.437)	(7.476.387)	(6.340.487)	(5.636.671)	(5.183.552)	(4.566.446)	(3.900.185)	(3.012.700)	(2.731.740)	(2.731.740)	(4.577.032)	(3.744.984)
Resultado Bruto	1.191.759	1.267.290	1.325.604	1.453.271	820.380	1.053.563	795.252	597.818	1.321.457	731.740	850.927	747.320	747.320	241.653	548.006
Despesas/Receitas Operacionais	158.107	129.387	(168.091)	(357.516)	(358.779)	(488.672)	28.073	(1.408.111)	(561.486)	(570.662)	(474.336)	(355.517)	(1.076.080)	(678.086)	(340.272)
Resultado Operacional	1.349.866	1.396.677	1.157.513	1.095.755	461.601	564.891	823.325	(810.293)	759.971	161.078	376.591	391.803	(328.760)	(436.433)	207.734
Resultado Não Operacional	-	59.583	(90.479)	(50.728)	(35.683)	(14.396)	(31.735)	(169.775)	(19.515)	(46.508)	(47.646)	(18.036)	(18.036)	7.437	(19.118)
Resultado Antes Tributação/Participações	1.349.866	1.456.260	1.067.034	1.045.027	425.918	550.495	791.590	(980.068)	740.456	114.570	328.945	373.767	(346.796)	(428.996)	188.616
Provisão para IR e Contribuição Social	(283.468)	(441.112)	(322.958)	(306.138)	(224.780)	(226.483)	(310.372)	(164)	(91.810)	31.106	(26.155)	(201.619)	(201.619)	-	-
IR Diferido	(74.003)	(56.852)	(99.235)	(44.591)	(44.682)	22.610	(49.070)	425.094	(136.545)	(63.792)	(58.929)	76.944	76.944	511.579	(19.196)
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	(320.927)	(340.877)	(340.987)	(345.873)	(315.941)	(70.719)	-	-	(720.563)	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	70.799	68.813	67.790	-	-	-	-	-	126.000	157.000	160.500	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	1.063.194	1.027.109	712.631	373.371	(184.421)	5.635	86.275	(871.079)	567.382	238.884	404.361	(471.471)	(471.471)	82.583	169.420

COSERN															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.265.696	1.165.257	1.091.753	970.563	877.754	748.048	609.925	554.245	564.090	448.915	338.938	296.647	251.306	199.629	140.850
Deduções da Receita Bruta	(410.607)	(368.991)	(341.935)	(336.530)	(258.099)	(204.331)	(142.368)	(114.707)	(88.820)	(87.781)	(75.987)	(59.624)	(54.474)	(41.520)	(31.789)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	855.089	796.266	749.818	634.033	619.655	543.717	467.557	439.538	475.270	361.134	262.951	237.023	196.832	158.109	109.061
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(569.192)	(502.418)	(401.112)	(356.088)	(386.289)	(340.068)	(285.713)	(305.323)	(270.445)	(208.321)	(167.916)	(147.442)	-	-	-
Resultado Bruto	285.897	293.848	348.706	277.945	233.366	203.649	181.844	134.215	204.825	152.813	95.035	89.581	196.832	158.109	109.061
Despesas/Receitas Operacionais	(90.092)	(78.503)	(133.084)	(112.860)	(116.093)	(92.632)	(118.335)	(85.190)	(106.521)	(73.958)	(74.042)	(51.278)	(276.038)	(155.397)	(113.069)
Resultado Operacional	195.805	215.345	215.622	165.085	117.273	111.017	63.509	49.025	98.304	78.855	20.993	38.303	(79.206)	2.712	(4.008)
Resultado Não Operacional	-	(1.127)	(1.306)	510	(2.295)	(11.667)	(1.043)	(816)	(1.016)	(8.952)	(1.095)	(402)	(13.833)	(179)	(403)
Resultado Antes Tributação/Participações	195.805	214.218	214.316	165.595	114.978	99.350	62.466	48.209	97.288	69.903	19.898	37.901	(93.039)	2.533	(4.411)
Provisão para IR e Contribuição Social	(38.093)	(30.750)	(78.190)	(37.381)	(11.742)	2.969	(7.675)	(8.081)	(22.788)	(18.840)	(8.011)	(5.378)	-	(408)	-
IR Diferido	5.667	(3.185)	2.688	(21.766)	(28.003)	(34.446)	(13.237)	(9.423)	(10.096)	-	-	54.378	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(390)	(441)	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	33.786	32.061	30.300	34.900	41.500	45.000	16.271	-	38.528	19.777	18.979	-	-	-	-
Participações Mnoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	197.165	212.344	169.114	141.348	116.733	112.873	57.825	30.705	102.932	70.840	30.476	86.460	(93.039)	2.125	(4.411)

COELCE															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.984.126	2.696.537	2.447.849	2.336.960	2.224.753	1.849.892	1.433.166	1.234.085	1.157.573	950.005	796.883	705.858	581.438	483.639	282.867
Deduções da Receita Bruta	(843.424)	(781.493)	(728.970)	(769.385)	(643.231)	(515.609)	(403.510)	(318.144)	(258.051)	(249.555)	(220.879)	(195.208)	(134.122)	(115.169)	(20.124)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	2.140.702	1.915.044	1.718.879	1.567.575	1.581.522	1.334.283	1.029.656	915.941	899.522	700.450	576.004	510.650	447.316	368.470	262.743
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.542.242)	(1.295.233)	(1.183.121)	(1.059.609)	(1.033.589)	(1.048.518)	(695.801)	(564.588)	(617.866)	-	-	-	-	-	-
Resultado Bruto	598.460	619.811	535.758	507.966	547.933	285.765	333.855	351.353	281.656	700.450	576.004	510.650	447.316	368.470	262.743
Despesas/Receitas Operacionais	(207.470)	(215.619)	(178.628)	(153.153)	(385.285)	(253.106)	(270.966)	(287.322)	(197.381)	(649.103)	(529.585)	(488.805)	(445.325)	(350.550)	(274.704)
Resultado Operacional	390.990	404.192	357.130	354.813	162.648	32.659	62.889	64.031	84.275	51.347	46.419	21.845	1.991	17.920	(11.961)
Resultado Não Operacional	-	-	-	290	(16.232)	(1.974)	4	(8.726)	(8.896)	(1.152)	(2.165)	(4.221)	(10.764)	(7.319)	(3.759)
Resultado Antes Tributação/Participações	390.990	404.192	357.130	355.103	146.416	30.685	62.893	55.305	75.379	50.195	44.254	17.624	(8.773)	10.601	(15.720)
Provisão para IR e Contribuição Social	(62.343)	(62.214)	(136.819)	(126.722)	(13.062)	(945)	(32.682)	(501)	(24.499)	(16.431)	(7.820)	(18.205)	(10.077)	(5.847)	(331)
IR Diferido	8.422	3.623	30.398	17.872	(25.481)	(17.763)	12.827	(21.214)	220	8.462	(5.145)	16.483	43.538	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	(2.621)	(7.078)	(5.958)	(5.495)	(5.749)	(3.948)	(4.598)	(3.948)	(2.864)	(2.359)	(2.499)	(1.406)	(2.459)	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	-	-	-	57.500	87.000	28.500	53.000	53.700	67.345	44.004	46.106	13.223	-	-	-
Participações Mnoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	334.448	338.523	244.751	298.258	189.124	36.529	91.440	83.342	115.581	83.871	74.896	27.719	22.229	4.754	(16.051)



COELBA															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	4.932.524	4.655.857	4.453.619	4.011.724	3.847.344	2.925.452	2.397.203	1.935.178	1.887.035	1.558.124	1.274.854	1.156.115	985.313	854.699	610.224
Deduções da Receita Bruta	(1.581.760)	(1.540.753)	(1.559.104)	(1.491.606)	(1.145.227)	(859.780)	(616.150)	(491.486)	(370.338)	(386.832)	(316.475)	(289.039)	(243.838)	(210.500)	(146.953)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	3.350.764	3.115.104	2.894.515	2.520.118	2.702.117	2.065.672	1.781.053	1.443.692	1.516.697	1.171.292	958.379	867.076	741.475	644.199	463.271
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(2.051.291)	(1.817.351)	(1.492.731)	(1.357.916)	(1.441.906)	(1.275.923)	(1.118.395)	(957.470)	(899.760)	(687.382)	(653.764)	(603.757)	(531.531)	-	-
Resultado Bruto	1.299.473	1.297.753	1.401.784	1.162.202	1.260.211	789.749	662.658	486.222	616.937	483.910	304.615	263.319	209.944	644.199	463.271
Despesas/Receitas Operacionais	(452.250)	(438.104)	(539.925)	(478.070)	(580.666)	(537.093)	(527.507)	(421.554)	(441.295)	(356.513)	(416.999)	(260.062)	(114.702)	(649.186)	(622.376)
Resultado Operacional	847.223	859.649	861.859	684.132	679.545	252.656	135.151	64.668	175.642	127.397	(112.384)	3.257	95.242	(4.987)	(159.105)
Resultado Não Operacional	-	(5.242)	(7.206)	(4.920)	(7.514)	50.919	(8.914)	(3.226)	(6.407)	(8.837)	(6.990)	3.118	(5.573)	(245.618)	(10.691)
Resultado Antes Tributação/Participações	847.223	854.407	854.653	679.212	672.031	303.575	126.237	61.442	169.235	118.560	(119.374)	6.375	89.669	(250.605)	(169.796)
Provisão para IR e Contribuição Social	(115.072)	(136.073)	(339.350)	(172.286)	(136.537)	(48.015)	(9.182)	1.104	(15.250)	(18.714)	11.525	(31.568)	-	-	-
IR Diferido	(22.768)	2.610	49.913	(57.367)	(108.049)	(54.397)	(19.702)	(9.598)	(4.245)	(12.526)	24.434	128.963	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(390)	(3.441)	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	100.012	93.861	82.200	91.000	154.000	143.000	68.389	70.000	89.051	63.392	-	91.807	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	809.395	814.805	647.416	540.559	581.445	344.163	165.742	122.948	238.791	150.712	(83.415)	192.577	89.669	(250.605)	(169.796)

CEMAT															
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996	01/01/1995 a 31/12/1995
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.192.904	1.997.420	1.830.249	1.655.403	1.808.438	1.517.750	1.182.756	967.092	855.837	679.547	569.935	411.598	346.769	283.362	210.468
Deduções da Receita Bruta	(828.558)	(747.787)	(701.270)	(664.233)	(574.974)	(484.193)	(355.220)	(265.484)	(203.013)	(200.084)	(186.683)	(93.616)	(81.303)	(67.499)	(53.576)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.364.346	1.249.633	1.128.979	991.170	1.233.464	1.033.557	827.536	701.608	652.824	479.463	383.252	317.982	265.466	215.863	156.892
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.005.411)	(923.309)	(828.644)	(696.719)	(823.760)	(737.103)	(629.949)	(487.303)	(428.385)	(355.962)	(385.724)	(309.086)	(295.704)	(239.342)	(215.150)
Resultado Bruto	358.935	326.324	300.335	294.451	409.704	296.454	197.587	214.305	224.439	123.501	(2.472)	8.896	(30.238)	(23.479)	(58.258)
Despesas/Receitas Operacionais	(160.138)	(188.966)	(166.206)	(149.741)	(260.172)	(308.738)	(233.356)	(317.576)	(203.000)	(257.602)	(98.929)	(30.279)	(96.465)	(129.457)	(28.685)
Resultado Operacional	198.797	137.358	134.129	144.710	149.532	(12.284)	(35.769)	(103.271)	21.439	(134.101)	(101.401)	(21.383)	(126.703)	(152.936)	(86.943)
Resultado Não Operacional	(19.753)	(5.101)	(9.617)	(6.968)	31.900	49.168	(7.309)	(13.554)	(6.386)	(9.331)	6.524	(6.516)	(1.424)	(112.274)	(13.210)
Resultado Antes Tributação/Participações	179.044	132.257	124.512	137.742	181.432	36.884	(43.078)	(116.825)	15.053	(143.432)	(94.877)	(27.899)	(128.127)	(265.210)	(100.153)
Provisão para IR e Contribuição Social	(37.344)	(41.083)	(33.081)	(50.854)	-	-	-	494	(2.373)	-	34.597	30.186	173.337	-	-
IR Diferido	(3.678)	(6.613)	(12.761)	(4.109)	4.869	(16.538)	(7.345)	4.646	(6.850)	27.607	-	-	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	29.000	-	20.000	1.000	500	500	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	167.022	84.561	98.670	83.779	186.801	20.846	(50.423)	(111.685)	5.830	(115.825)	(60.280)	2.287	45.210	(265.210)	(100.153)

CEMAR												
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.600.671	1.402.131	1.244.383	1.116.546	884.185	706.178	547.843	472.326	436.538	343.757	299.038	313.791
Deduções da Receita Bruta	(453.169)	(402.766)	(357.231)	(306.431)	(218.741)	(180.053)	(125.256)	(108.749)	(92.298)	(74.102)	(61.160)	(59.040)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.147.502	999.365	887.152	810.115	665.444	526.125	422.587	363.577	344.240	269.655	237.878	254.751
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(607.551)	(526.336)	(443.055)	(397.870)	(413.040)	(361.013)	(316.129)	(255.920)	(250.999)	(192.661)	-	-
Resultado Bruto	539.951	473.029	444.097	412.245	252.404	165.112	106.458	107.657	93.241	76.994	237.878	254.751
Despesas/Receitas Operacionais	(263.176)	(184.282)	(160.729)	(164.322)	(135.333)	(194.516)	(154.207)	(215.736)	(171.147)	(254.953)	(344.243)	(311.276)
Resultado Operacional	276.775	288.747	283.368	247.923	117.071	(29.404)	(47.749)	(108.079)	(77.906)	(177.959)	(106.365)	(56.525)
Resultado Não Operacional	-	-	-	-	705	(1.670)	(5.250)	(12.742)	(5.062)	(21.641)	(11.779)	2.443
Resultado Antes Tributação/Participações	276.775	288.747	283.368	247.923	117.776	(31.074)	(52.999)	(120.821)	(82.968)	(199.600)	(118.144)	(54.082)
Provisão para IR e Contribuição Social	(61.513)	(17.080)	(50.968)	(35.071)	(17.406)	-	-	-	(131.088)	39.915	45.955	59.447
IR Diferido	(3.037)	(34.846)	(46.332)	(29.282)	259.281	-	-	-	-	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	(13.962)	(9.018)	(5.991)	(6.100)	-	-	-	-	-	-	-	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	198.263	227.803	180.077	177.470	359.651	(31.074)	(52.999)	(120.821)	(214.056)	(159.685)	(72.189)	5.365

CELPA														
Conta	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.120.278	1.897.387	1.755.156	1.698.501	1.661.232	1.464.366	1.226.183	964.687	1.036.657	703.058	503.798	480.165	437.324	371.170
Deduções da Receita Bruta	(712.045)	(633.776)	(625.665)	(671.760)	(536.440)	(439.074)	(352.707)	(269.936)	(223.288)	(133.182)	(108.760)	(91.810)	(92.076)	(81.432)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.408.233	1.263.611	1.129.491	1.026.741	1.124.792	1.025.292	873.476	694.751	813.369	569.876	395.038	388.355	345.248	289.738
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.030.753)	(920.416)	(769.298)	(645.024)	(740.376)	(617.947)	(548.721)	(522.501)	(574.630)	(386.326)	(142.177)	(134.782)	(117.225)	(96.567)
Resultado Bruto	377.480	343.195	360.193	381.717	384.416	407.345	324.755	172.250	238.739	183.550	252.861	253.573	228.023	193.171
Despesas/Receitas Operacionais	(279.982)	(274.491)	(239.055)	(258.018)	(283.650)	(270.590)	(228.659)	(215.571)	(203.947)	(194.911)	(241.289)	(257.013)	(284.754)	(150.734)
Resultado Operacional	97.498	68.704	121.138	123.699	100.766	136.755	96.096	(43.321)	34.792	(11.361)	11.572	(3.440)	(56.731)	42.437
Resultado Não Operacional	(10.397)	(299)	(1.763)	(11.422)	25.854	(3.447)	(1.962)	2.376	(4.649)	(9.319)	23.635	3.283	(334)	3.804
Resultado Antes Tributação/Participações	87.101	68.405	119.375	112.277	126.620	133.308	94.134	(40.945)	30.143	(20.680)	35.207	(157)	(57.065)	46.241
Provisão para IR e Contribuição Social	(1.759)	(28.539)	(43.822)	(47.449)	(50.054)	-	(37.450)	-	(5.386)	(3.485)	(15.924)	-	-	0
IR Diferido	36.365	(1.099)	(1.336)	(469)	6.806	(13.771)	(8.384)	2.352	(5.848)	4.868	8.936	102.007	-	0
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	-	-	(244.200)	-	-	-	-	-	-	-	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	-	-	40.000	15.000	15.000	-	10.000	-	-	-	-	-	-	0
Lucro/Prejuízo do Período	121.707	38.767	114.217	79.359	98.372	(124.663)	58.300	(38.593)	18.909	(19.297)	28.219	101.850	(57.065)	46.241

Conta	CELPE													
	01/01/2009 a 31/12/2009	01/01/2008 a 31/12/2008	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000	01/01/1999 a 31/12/1999	01/01/1998 a 31/12/1998	01/01/1997 a 31/12/1997	01/01/1996 a 31/12/1996
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	3.811.748	3.401.522	3.126.862	3.029.906	2.462.656	2.092.859	1.650.241	1.304.281	1.265.664	1.011.987	830.572	744.194	674.372	583.932
Deduções da Receita Bruta	(1.310.448)	(1.186.998)	(1.138.656)	(1.162.835)	(859.010)	(694.934)	(464.750)	(344.438)	(262.989)	(191.205)	(155.170)	(145.323)	(127.052)	(111.016)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	2.501.300	2.214.524	1.988.206	1.867.071	1.603.646	1.397.925	1.185.491	959.843	1.002.675	820.782	675.402	598.871	547.320	472.916
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.713.868)	(1.425.125)	(1.298.602)	(1.310.487)	(1.111.100)	(1.039.589)	(818.985)	(725.988)	(647.908)	(530.503)	-	-	-	-
Resultado Bruto	787.432	789.399	689.604	556.584	492.546	358.336	366.506	233.855	354.767	290.279	675.402	598.871	547.320	472.916
Despesas/Receitas Operacionais	(366.989)	(312.021)	(327.704)	(354.253)	(382.002)	(256.571)	(310.431)	(209.766)	(228.916)	(388.102)	(664.631)	(591.114)	(521.316)	(450.514)
Resultado Operacional	420.443	477.378	361.900	202.331	110.544	101.765	56.075	24.089	125.851	(97.823)	10.771	7.757	26.004	22.402
Resultado Não Operacional	-	532	2.426	(3.686)	(1.888)	(50)	23.678	(3.150)	(2.520)	(3.538)	2.970	4.402	794	58
Resultado Antes Tributação/Participações	420.443	477.910	364.326	198.645	108.656	101.715	79.753	20.939	123.331	(101.361)	13.741	12.159	26.798	22.460
Provisão para IR e Contribuição Social	(78.916)	(39.644)	(90.558)	(15.099)	(3.512)	(3.094)	(7.057)	-	1.059	(3.886)	(2.560)	(7.332)	9.492	(7.644)
IR Diferido	13.898	(47.296)	(34.281)	(52.747)	(32.795)	(34.934)	(20.267)	(8.056)	(31.278)	(4.264)	-	-	-	-
Participações/Contribuições Estatutárias	-	-	-	-	-	-	0 0	-	-	-	(1.761)	(2.034)	(6.441)	-
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	-	75.343	72.039	87.000	62.500	13.000	45.453	-	42.515	59.114	57.634	55.637	26.799	22.462
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro/Prejuízo do Período	435.525	466.313	311.526	217.799	134.849	76.687	97.882	12.883	135.627	(50.397)	67.054	58.430	56.648	37.278